Actes et documents de la Dix-neuvième session

Proceedings of the Nineteenth Session

Conférence de La Haye de droit international privé
Hague Conference on private international law

Actes et documents

de la Dix-neuvième session
2 au 13 décembre 2002

Proceedings

of the Nineteenth Session
2 to 13 December 2002

Tome II

Titres
Securities

Edités par le Bureau Permanent de la Conférence
Publiés par Martinus Nijhoff Publishers Leyde, Pays-Bas, 2006

Edited by the Permanent Bureau of the Conference
Published by Martinus Nijhoff Publishers Leiden, The Netherlands, 2006

A C.I.P. record for this book is available from the Library of Congress.

Printed on acid-free paper.

ISBN-13: 978-90-04-14855-0
ISBN-10: 90-04-14855-8

© 2006 Hague Conference on Private International Law
Published by Koninklijke Brill NV

Koninklijke Brill NV incorporates the imprints Brill, Hotei Publishers,
IDC Publishers, Martinus Nijhoff Publishers and VSP.

http://www.brill.nl

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, microfilming, recording or otherwise, without written permission from the Permanent Bureau of the Hague Conference on Private International Law.

Printed and bound in The Netherlands.

Avis au lecteur

Le présent tome contient la totalité des documents pertinents et des procès-verbaux des discussions portant sur la Deuxième partie de la Dix-neuvième session de la Conférence de La Haye de droit international privé, tenue du 2 au 13 décembre 2002. Cette Deuxième partie a été consacrée à la *Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire*, adoptée le 13 décembre 2002. Les travaux de la Première partie de la Dix-neuvième session, qui s'est déroulée du 6 au 22 juin 2001, ont porté notamment sur l'avant-projet de Convention sur la compétence et les jugements étrangers en matière civile et commerciale, et figureront dans d'autres tomes des *Actes et documents*.

Dans ce tome sont reproduits tout d'abord l'ensemble des documents préliminaires, parmi lesquels un Rapport de synthèse sur la loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte, établi par Christophe Bernasconi, un Rapport sur la réunion du Groupe de travail d'experts tenue en janvier 2001 et les travaux informels menés par le Bureau Permanent, l'avant-projet de Convention tel qu'adopté par la Commission spéciale en janvier 2002, et plusieurs tableaux résumant les observations reçues sur des projets de conventions intermédiaires. Compte tenu de la volonté d'élaborer la Convention rapidement, la procédure de négociation s'est écartée de la pratique habituelle de la Conférence de La Haye. Aussi, la Commission spéciale n'a-t-elle pas établi de rapport sur ses travaux.

Suivent les documents de travail et les procès-verbaux de la Commission III qui a été chargée de la matière lors de la Dix-neuvième session. Enfin, le tome contient les procès-verbaux de la Séance plénière qui a approuvé le projet de Convention, le texte définitif de la Convention adoptée et le Rapport explicatif établi par Roy Goode, Hideki Kanda et Karl Kreuzer, avec l'assistance de Christophe Bernasconi.

Le présent ouvrage peut être commandé, séparément ou avec les autres tomes, au Bureau Permanent de la Conférence de La Haye de droit international privé, Scheveningseweg 6, 2517 KT La Haye, Pays-Bas (fax : + 31 (70) 360 48 67, courriel : secretariat@hcch.net, site Internet < www.hcch.net >) ou par l'intermédiaire des librairies.

Le Secrétaire général de la Conférence
J.H.A. VAN LOON

Le Président de la Dix-neuvième session
A.V.M. STRUYCKEN

Notice to the reader

This volume contains all the relevant documents and the minutes of the discussions of the Second Part of the Nineteenth Session of the Hague Conference on Private International Law, which took place from 2 to 13 December 2002. This Second Part was devoted to the *Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary*, adopted on 13 December 2002. The work of the First Part of the Nineteenth Session, which took place from 6 to 22 June 2001, was devoted among other things to the preliminary draft Convention on jurisdiction and foreign judgments in civil and commercial matters, and will appear in other volumes of the *Proceedings*.

This volume reproduces, first of all, the preliminary documents, which include, among others: a comprehensive Report on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems, prepared by Christophe Bernasconi, a Report on the meeting of the Working Group of Experts held in January 2001 and related informal work conducted by the Permanent Bureau, a preliminary draft Convention as adopted by the Special Commission in January 2002, and various charts summarising the comments received on intermediate drafts of the Convention. In response to the wish for rapid elaboration of the Convention, the negotiation process deviated from the usual practices of the Hague Conference. As a result of this accelerated process, the Special Commission did not draw up a Report on its work.

Following the preliminary documents are the working documents and minutes of Commission III, which dealt with this subject at the Nineteenth Session. Finally, the volume contains the minutes of the Plenary Session, which approved the draft Convention, the final text of the Convention as adopted and the Explanatory Report prepared by Roy Goode, Hideki Kanda and Karl Kreuzer, with the assistance of Christophe Bernasconi.

This volume can be ordered, separately or with the other volumes, from the Permanent Bureau of the Hague Conference on Private International Law, Scheveningseweg 6, 2517 KT The Hague, Netherlands (fax: + 31 (70) 360 4867, e-mail: secretariat@hcch.net, website < www.hcch.net >) or through professional booksellers.

The Secretary General of the Conference
J.H.A. VAN LOON

The President of the Nineteenth Session
A.V.M. STRUYCKEN

Dix-neuvième session
Nineteenth session

Travaux préliminaires
Preliminary work

Liste des Documents préliminaires[1]

Rapport sur la loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte *(Document préliminaire No 1 de novembre 2000) infra,* p. 10.

Rapport sur la réunion du Groupe de travail d'Experts (15 au 19 janvier 2001) et les travaux informels menés par le Bureau Permanent sur la loi applicable aux dispositions de titres détenus auprès d'un intermédiaire *(Document préliminaire No 2 de juin 2001) infra,* p. 82.

Propositions de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable aux droits réels portant sur des titres intermédiés – propositions de nouvel amendement au texte contenu dans le Document de travail No 16 de la réunion d'experts de janvier 2001 avec brefs commentaires explicatifs (à désigner « projet annoté de juillet 2001 ») *(Document préliminaire No 3 de juillet 2001) infra,* p. 136.

Mémorandum concernant les clauses fédérales avec de nouvelles propositions de dispositions pour une future Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire *(Document préliminaire No 4 de novembre 2001) infra,* p. 156.

Commentaires reçus sur le « projet annoté de juillet 2001 » *(Document préliminaire No 5 de novembre 2001) infra,* p. 164.

Propositions de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire – propositions de nouvel amendement au texte contenu dans le Document préliminaire No 3 de juillet 2001 (projet annoté de juillet 2001) à désigner « projet de novembre 2001 » *(Document préliminaire No 6 de novembre 2001) infra,* p. 186.

Propositions de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire – propositions de nouvel amendement au texte contenu dans le Document préliminaire No 6 de juillet 2001 (projet de novembre 2001) à désigner « projet de décembre 2001 » *(Document préliminaire No 7 de décembre 2001) infra,* p. 198.

Avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, tel qu'adopté par la Commission spéciale le 17 janvier 2002 *(Document préliminaire No 8 de février 2002) infra,* p. 212.

Observations reçues sur la version provisoire de « l'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire » tel qu'adopté par la Commission spéciale le 17 janvier 2002 *(Document préliminaire No 9 de mars 2002) infra,* p. 222.

Avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire – propositions d'amendements à la version provisoire adoptée par la Commission spéciale le 17 janvier 2002, soumis par le Bureau Permanent à la suite de la réunion du Comité de rédaction à Francfort en mars 2002 (à désigner « avant-projet d'avril 2002 ») *(Document préliminaire No 10 d'avril 2002) infra,* p. 248.

Note explicative portant sur l'article 9 de l'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (« avant-projet d'avril 2002 » figurant dans le Document préliminaire No 10) *(Document préliminaire No 11 d'avril 2002) infra,* p. 262.

Les transferts impliquant plusieurs intermédiaires: Une Note explicative sur le fonctionnement de PRIMA dans le cadre de l'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (« avant-projet d'avril 2002 » reproduit dans le Document préliminaire No 10) *(Document préliminaire No 12 de mai 2002) infra,* p. 270.

Proposition pour une version remaniée des articles 4 et 4 *bis (Document préliminaire No 13 de mai 2002) infra,* p. 278.

Observations reçues sur « l'avant-projet d'avril 2002 d'une Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (Doc. prél. No 10) *(Document préliminaire No 14 de mai 2002) infra,* p. 282.

Observations sur les transferts impliquant plusieurs intermédiaires : une réponse au Document préliminaire No 12 *(Document préliminaire No 14 A de mai 2002) infra,* p. 302.

Avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire – propositions d'amendement à l'avant-projet d'avril 2002 soumis par le Bureau Permanent suite à la réunion du Comité de rédaction à Londres en mai 2002 (à désigner « avant-projet de juin 2002 ») *(Document préliminaire No 15 de juin 2002) infra,* p. 306.

Les options A et B contenues à l'article 4(1) : un bref résumé des conclusions des discussions tenues lors des 9 ateliers de discussion régionaux en Asie, Europe et Amérique du Nord en juin et juillet 2002 *(Document préliminaire No 16 septembre 2002) infra,* p. 318.

Le projet actuel de Convention assure-t-il convenablement que l'intermédiaire pertinent (PRIMA) est identique pour tous les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire donné, ou une disposition particulière est-elle nécessaire pour parvenir à ce résultat ? *(Document préliminaire No 17 d'octobre 2002) infra,* p. 322.

Observations reçues sur « L'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire » (Doc. prél. No 15) et sur « Les Options A et B contenues à l'article 4(1) » (Doc. prél. No 16) » *(Document préliminaire No 18 de novembre 2002) infra,* p. 328.

« Pour » et « contre » des options A, A+ et B à l'article 4(1) *(Document préliminaire No 18bis de novembre 2002) infra,* p. 373.

Résumé des réactions au Doc. prél. No 17 : « Le projet actuel de Convention assure-t-il convenablement que l'intermédiaire pertinent (PRIMA) est identique pour tous les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire donné ou une disposition particulière est-elle nécessaire pour parvenir à ce résultat ? » *(Document préliminaire No 18ter de novembre 2002) infra,* p. 376.

[1] La table des matières se trouve à la fin du présent tome.

List of Preliminary Documents[1]

Report on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems (*Preliminary Document No 1 of November 2000*), *infra*, p. 11.

Report on the Meeting of the Working Group of Experts (15 to 19 January 2001) and Related Informal Work Conducted by the Permanent Bureau on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held with an Intermediary (*Preliminary Document No 2 of June*), *infra*, p. 83.

Tentative Text on Key Provisions for a Future Convention on the Law Applicable to Proprietary Rights in Indirectly Held Securities – Suggestions for further amendment of the text contained in Working Document No 16 of the January 2001 experts meeting with brief explanatory comments (*Preliminary Document No 3 of July 2001*), *infra*, p. 137.

Memorandum on Federal Clauses with new drafting proposals for a future Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary (*Preliminary Document No 4 of November 2001*), *infra*, p. 157.

Chart Summarising Comments Received on the "Annotated July 2001 Draft" (*Preliminary Document No 5 of November 2001*), *infra*, p. 164.

Tentative Text on Key Provisions for a Future Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary – Suggestions for further amendment of the text contained in Preliminary Document No 3 of July 2001 ("annotated July 2001 draft") (to be referred to as the "November 2001 draft") (*Preliminary Document No 6 of November 2001*), *infra*, p. 187.

Tentative Text on Key Provisions for a Future Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary – Suggestions for further amendment of the text contained in Preliminary Document No 6 of November 2001 ("November 2001 draft"), to be referred to as the "December 2001 draft" (*Preliminary Document No 7 of December 2001*), *infra*, p. 199.

Preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary as adopted by the Special Commission on 17 January 2002 (*Preliminary Document No 8 of February 2002*), *infra*, p. 213.

Chart Summarising the Comments Received on the Provisional Version of the "Preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary" as adopted by the Special Commission on 17 January 2002 (Prel. Doc. No 8) (*Preliminary Document No 9 of March 2002*), *infra*, p. 222.

Preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary – Suggestions for amendment of the provisional version adopted by the Special Commission on 17 January 2002, (to be referred to as the April 2002 preliminary draft) (*Preliminary Document No 10 of April 2002*), *infra*, p. 249.

Explanatory Note on Article 9 of the preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary, ("April 2002 preliminary draft" contained in Preliminary Document No 10) (*Preliminary Document No 11 of April 2002*), *infra*, p. 263.

Transfers Involving Several Intermediaries: an Explanatory Note on the Functioning of PRIMA within the Framework of the preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary ("April 2002 preliminary draft" reproduced in Preliminary Document No 10) (*Preliminary Document No 12 of May 2002*), *infra*, p. 271.

Proposal for a Redraft of Articles 4 and 4 *bis* (*Preliminary Document No 13 of May 2002*), *infra*, p. 279.

Chart Summarising the Comments Received on the "April 2002 preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary" (Prel. Doc. No 10) (*Preliminary Document No 14 of May 2002*), *infra*, p. 282.

Comments on Transfers Involving Two or More Intermediaries: a Response to Preliminary Document No 12 (*Preliminary Document No 14 A of May 2002*), *infra*, p. 301.

Preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary – Suggestions for amendment of the "April 2002 preliminary draft", (to be referred to as the "June 2002 preliminary draft") (*Preliminary Document No 15 of June 2002*), *infra*, p. 307.

Options A and B in Article 4(1): A brief summary of the results of the discussions at the 9 regional discussion workshops held in Asia, Europe and North America throughout June and July 2002 (*Preliminary Document No 16 of September 2002*), *infra*, p. 319.

Does the Current draft of the Convention Adequately Ensure that the Relevant Intermediary (*i.e.*, PRIMA) is the Same for All Dispositions of Securities Held with a Particular Intermediary, or Is There a Need for a Specific Provision to Achieve This? (*Preliminary Document No 17 of October 2002*), *infra*, p. 323.

Chart reflecting the comments received on the "preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary" (Prel. Doc. No 15) and on "Options A and B in Article 4(1)" (Prel. Doc. No 16) (*Preliminary Document No 18 of November 2002*), *infra*, p. 328.

"Pros and Cons" of the Options A, A+ and B in Article 4(1) (*Preliminary Document No 18bis of November 2002*), *infra*, p. 373.

Summary of Reactions to Preliminary Document No 17: "Does the Current draft of the Convention Adequately Ensure that the Relevant Intermediary (*i.e.*, PRIMA) is the Same for All Dispositions of Securities Held with a Particular Intermediary, or Is There a Need for a Specific Provision to Achieve This?" (*Preliminary Document No 18ter of November 2002*), *infra*, p. 377.

[1] The table of contents appears at the end of this volume.

La loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte

ÉTABLI PAR CHRISTOPHE BERNASCONI

Document préliminaire No 1 de novembre 2000

Table du Rapport

page

INTRODUCTION 14

I. Historique du projet 14

II. Champ d'application de la Convention proposée 14

A. Question principale : l'actualisation du droit pour tenir compte de la réalité du marché 14

B. L'application de la Convention proposée est limitée aux aspects relatifs au droit patrimonial 16

C. Aspects non couverts 16

1. Nature du droit de l'investisseur et modalités de transfert de ces droits 16

2. Saisie au niveau supérieur 18

3. La création et l'émission des titres 18

4. Droit de la faillite 18

5. Autres formes de droit de propriété détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte 18

III. Terminologie 18

A. « Nantissement » et « *security interest* » 18

B. « Sûreté », « opération de constitution de sûreté », « transfert en pleine propriété » et « vente » 18

C. Le caractère « opposable » et « définitif » d'un droit 20

D. « Titres représentés par un certificat » (*certificated securities*) et « titres dématérialisés » (*uncertificated securities*) ; titres « au porteur » et titres « nominatifs » ; titres « crées matériellement » (*physical securities*) et « titres dématérialisés » (*dematerialised securities*); « titres immobilisés » (*immobilised securities*) 20

E. « Comptes fongibles » / « Comptes généraux » par opposition aux « comptes non-fongibles » / « comptes traçables » 22

IV. Structure du présent Rapport 24

Partie I : Le système de détention indirecte (à plusieurs niveaux) 24

Section 1 – La structure du système de détention indirecte 24

Section 2 – Importance du système de détention indirecte 28

Section 3 – Transferts au sein du système de détention indirecte 30

Partie II : La nature juridique des droits sur les titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte 30

Section 1 – Les analyses juridiques traditionnelles – les droits de propriéte directe et le problème de la confusion au sein de la masse des titres 30

Section 2 – Réponses au problème de la confusion au sein de la masse des titres 32

I. Absence de confusion 32

II. Simple droit contractuel (*mere contractual right*) 32

III. Droit de copropriété 32

A. Copropriété d'ensembles de titres 32

B. Copropriété d'ensembles notionnels de titres 34

1. Belgique – Arrêté royal n° 62 34

2. Luxembourg – Règlements grand-ducaux 34

IV. Structure juridique n'impliquant pas de copropriété 34

A. France 34

B. Italie et Brésil 36

C. Etats-Unis : Version de 1994 de l'U.C.C. instaurant le concept de « droit sur titres » 36

Section 3 – La Convention proposée ne vise pas à modifier les règles de droit matériel 36

Partie III : Analyse des règles de conflit de lois 38

INTRODUCTION 38

Section 1 – L'« Approche de la transparence » 38

Section 2 – Créances personnelles ou contractuelles 40

Section 3 – Le « Lieu de la situation de l'intermédiaire direct (concerné) » (PRIMA) 42

I. Généralités 42

II. L'application de PRIMA et comment identifier l'intermédiaire concerné – une analyse effectuée sur la base de quatre cas de figure 42

A. Cas de figure 1 – Les titres donnés en garantie font l'objet d'un nantissement et le constituant aussi bien que le créancier bénéficiaire de la sûreté détiennent leurs droits par le biais du même intermédiaire 42

The Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems

REPORT PREPARED BY CHRISTOPHE BERNASCONI

Preliminary Document No 1 of November 2000

Contents of the Report

page

INTRODUCTION 15

I. History of the project 15

II. Scope of project 15

A. The principal issue: updating the law to reflect market reality 15

B. Application of the proposed Convention confined to proprietary aspects 17

C. Issues not covered 17

1. Nature of investor's interest and method of transfer 17

2. Upper-tier attachment 19

3. Creation and issue of securities 19

4. Insolvency law 19

5. Other forms of property held through indirect holding systems 19

III. Terminology 19

A. "Pledge" and "security interest" 19

B. "Collateral", "collateral transaction", "transfer of title" and "sale" 19

C. "Perfected" and "completed" interests 21

D. "Certificated" and "uncertificated" securities; "bearer" and "registered" securities; "physical" and "dematerialised" securities; "immobilised" securities 21

E. "Fungible" / "omnibus" versus "non-fungible" / "traceable" accounts 23

IV. The structure of the present Report 25

Part One: The indirect (Multi-tiered) holding system 25

Section 1 – The structure of the indirect holding system 25

Section 2 – Importance of the indirect holding system 29

Section 3 – Transfers within indirect holding systems 31

Part Two: The legal nature of interests in securities held through indirect holding systems 31

Section 1 – The traditional legal analysis – direct property rights and the problem of commingling 31

Section 2 – Responses to the problem of commingling 33

I. No commingling 33

II. Mere contractual right 33

III. Co-proprietary right (co-ownership) 33

A. Co-ownership of actual pools of securities 33

B. Co-ownership of notional pools of securities 35

1. Belgium: Royal Decree No. 62 35

2. Luxembourg: Grand-Ducal Decrees 35

IV. Legal structure not involving co-ownership 35

A. France 35

B. Italy and Brazil 37

C. United States: the 1994 version of the U.C.C. introducing the "security entitlement" 37

Section 3 – Proposed Convention not Intended to Change Substantive Law 37

Part Three: The conflict of laws analysis 39

INTRODUCTION 39

Section 1 – The "Look-through approach" 39

Section 2 – In the case of a personal or contractual claim 41

Section 3 – The "Place of the relevant intermediary approach" (PRIMA): Some Key attributes 43

I. In general 43

II. Application of PRIMA and how to identify the relevant intermediary – an analysis on the basis of four fact patterns 43

A. Fact Pattern 1 – Collateral provider and collateral taker hold through same intermediary and collateral provided by way of pledge 43

B. Cas de figure 2 – Les titres donnés en garantie font l'objet d'un nantissement et le constituant de la sûreté et le bénéficiaire de la sûreté détiennent leurs droits par de le biais d'intermédiaires différents 44

C. Cas de figure 3 – Les titres donnés en garantie font l'objet d'un transfert en pleine propriété et le constituant et le bénéficiaire de la sûreté détiennent leurs droits par le biais d'intermédiaires différents 46

D. Cas de figure 4 – Les titres donnés en garantie font l'objet d'un nantissement et le constituant de la sûreté détient ses droits par l'intermédiaire du bénéficiaire de la sûreté agissant en tant qu'intermédiaire 48

III. Où est situé l'intermédiaire concerné ? 48

IV. La règle de PRIMA s'applique-t-elle à toutes les catégories de parties ? 50

V. La règle de PRIMA renvoie-t-elle aux règles de droit matériel d'un Etat ou à ses règles de droit international privé (*renvoi*) ? 50

VI. Résumé 52

VII. Autres questions à examiner lors de la réunion des experts 52

A. Définition des Titres 52

B. Définition d'intermédiaire 54

C. La règle de conflit de lois inscrite dans la Convention proposée devrait-elle être d'application générale ? 54

D. La Convention proposée (PRIMA) peut-elle aussi s'appliquer également aux comptes non-fongibles (transparents) et aux simples droits contractuels ? 56

E. Lois d'application immédiate 56

Section 4 – Etude d'ensemble des pays ayant adopté ou envisageant d'adopter PRIMA 58

A. Développements législatifs ayant déjà conduit à l'adoption de PRIMA 58

1. Au niveau régional : la Directive européenne concernant le caractère définitif du Règlement 58

2. Au niveau national (Belgique, Luxembourg, France, Etats-Unis) 60

B. Réformes législatives actuelles visant à adopter PRIMA 62

1. Au niveau régional : le projet de Directive du Parlement européen et du Conseil sur l'utilisation transfrontalière des sûretés 62

2. Au niveau national 62

Section 5 – Une digression : le système de détention indirecte et la notion de *trust* (ou de fiducie) 64

Section 6 – Le problème du conflit de lois en l'absence de toute règle précise destinée à s'appliquer au système de détention indirecte : L'exemple de la Suisse 64

I. Les titres dématérialisés et les titres représentés par un certificat en droit suisse 64

II. Les questions relatives aux conflits de lois 66

A. Les titres représentés par un certificat 66

1. Le transfert de propriété à titre de garantie / le transfert en pleine propriété 66

2. La mise en gage 66

B. Les titres dématérialisés 68

1. Le transfert de propriété à titre de garantie / le transfert en pleine propriété 68

2. La mise en gage 68

III. Conclusion 68

CONCLUSION 70

Annexe A 72

Annexe B 74

Rapport Bernasconi

B. Fact Pattern 2 – Collateral provider and collateral taker hold through different intermediaries and collateral provided by way of pledge 45

C. Fact Pattern 3 – Collateral provider and collateral taker hold through different intermediaries and collateral provided by way of title transfer 47

D. Fact Pattern 4 – Collateral provider holds through collateral taker as intermediary and collateral provided by way of pledge 49

III. Where is the relevant intermediary located? 49

IV. Does PRIMA apply to all types of parties? 51

V. Does PRIMA point to a State's substantive law or to its private international law (*renvoi*)? 51

VI. Summary 53

VII. Additional questions to be looked at during the Experts meeting 53

A. Definition of Securities 53

B. Definition of intermediary 55

C. Should the conflict of laws rule in the proposed Convention be generally applicable? 55

D. Should the proposed Convention (PRIMA) also apply to non-fungible (transparent) accounts and mere contractual rights? 57

E. Mandatory rules (lois d'application immédiate 57

Section 4 – A survey of jurisdictions having adopted or considering PRIMA 59

A. Legislative developments which have already led to the enactment sof PRIMA 59

1. At a regional level: The EU Settlement finality Directive 59

2. At a national level (Belgium, Luxembourg, France, United States) 61

B. Current legislative reform with a view to enacting PRIMA 63

1. At a regional level: the proposal for a Directive of the European Parliament and the Council on the cross-border use of collateral 63

2. At a national level 63

Section 5 – The indirect holding system and the trust concept: An excursus 65

Section 6 – The conflict of laws puzzle in the absence of any specific rule designed to apply to the indirect holding system: The example of Switzerland 65

I. Certificated and uncertificated securities under Swiss law 65

II. The conflict of laws issues 67

A. Certificated securities 67

1. Transfer of title / outright transfer 67

2. Pledge 67

B. Uncertificated securities 69

1. Transfer of title / outright transfer 69

2. Pledge 69

III. Conclusion 69

CONCLUSIONS 71

Appendix A 72

Appendix B 74

I. Historique du projet

La Commission spéciale sur les affaires générales et la politique de la Conférence de La Haye sur le droit international privé, qui s'est réunie du 8 au 12 mai 2000 à La Haye, au Palais de la Paix, a recommandé, entre autres, que le sujet suivant soit inscrit, en priorité, à l'ordre du jour des travaux futurs de la Conférence :

« Les conflits de lois en matière de sûretés sur des titres détenus par des intermédiaires, étant entendu que, sans attendre la Conférence diplomatique, un groupe de travail ouvert à tous les Etats membres et aux experts et associations spécialisées dans ce domaine, puisse être réuni afin d'examiner, en coopération avec d'autres organisations internationales, telles que la CNUDCI et UNIDROIT, et le secteur privé, la faisabilité d'établir un nouvel instrument de la matière. »[1]

Les experts ont souligné durant leurs discussions que les travaux portant sur ce sujet pourraient, mais également devraient être menés avec diligence en raison des besoins immédiats de sécurité juridique en la matière. La Commission spéciale a estimé que ce sujet était important et d'actualité et devait être abordé sans délai[2]. Dans ce contexte, le Secrétaire général de la Conférence de La Haye a convoqué une réunion d'un Groupe d'experts qui se tiendra du 15 au 19 janvier 2001 et dont la tâche sera d'examiner la possibilité de préparer et d'adopter, dans le cadre d'une procédure « accélérée », un nouvel instrument sur ce sujet[3], si possible avant la fin de 2001.

Le présent Rapport vise à identifier et à mettre en lumière les questions les plus importantes relatives à ce sujet puis à examiner les solutions possibles dans le but de servir de document de travail de base pour la réunion du Groupe d'experts de janvier 2001.

II. Champ d'application de la Convention proposée

A. *Question principale : l'actualisation du droit pour tenir compte de la réalité du marché*

Traditionnellement, les titres étaient détenus, négociés et livrés dans le cadre d'un « système de détention directe », dans lequel les propriétaires des titres étaient en relation directe avec l'émetteur: les investisseurs étaient soit inscrits dans les registres de la société émettrice, soit étaient détenteurs de certificats matérialisant les titres au porteur[4]. Dans ce système traditionnel de détention directe, les cessions de titres devaient s'effectuer par la livraison matérielle des titres papiers et des instruments de cession, ce qui rendait ces opérations laborieuses, coûteuses en temps et en moyens. Ces opérations présentaient aussi des risques élevés, parce que les titres ainsi matérialisés devaient être transportés et, en conséquence, pouvaient être perdus, égarés, volés ou falsifiés. Les coûts de protection des titres contre ces risques et les coûts de leur transport sur de longues distances rendirent onéreuse la cession de titres dans un système de détention directe. En outre, pendant le transport de l'ancien au nouveau propriétaire, les titres ne pouvaient ni être utilisés ni être investis. Il en résultait un risque de liquidité de titres (*« pipeline liquidity (or illiquidity) risk »* en anglais)[5].

De tels inconvénients ont mené à l'évolution d'un système dans lequel, pour la grande majorité des titres, l'investisseur n'a plus de lien direct avec l'émetteur. Au contraire, le droit que détient l'investisseur sur les titres est inscrit dans les livres d'un intermédiaire qui, à son tour, fait enregistrer son droit auprès d'un autre intermédiaire, et ainsi de suite jusqu'à ce qu'un des intermédiaires (i) soit inscrit comme propriétaire des titres dans les livres de l'émetteur ou de son teneur de comptes ou (ii) jusqu'à ce que cet intermédiaire détienne les certificats (*certificates*) ou tout autre document représentant les titres[6]. Par conséquent, ce « système de détention indirecte » instaure un ou plusieurs niveaux d'intermédiaires entre l'émetteur et l'investisseur. Les droits se rapportant aux titres font l'objet d'inscriptions en compte aux différents niveaux de cette chaîne. Les

* Étant donné le caractère très technique du sujet, le Bureau Permanent a demandé à des conseils externes de l'assister dans la rédaction de ce Rapport. Le Bureau Permanent est particulièrement reconnaissant envers Monsieur Richard Potok (de Potok & Co.), qui a agi en qualité d'Expert juridique auprès du Bureau Permanent, et Monsieur Guy Morton (de Freshfields Bruckhaus Deringer) pour leurs précieux conseils et leur soutien. Nous souhaiterions également exprimer notre reconnaissance pour les commentaires avisés formulés par un groupe d'autres experts lors de la rédaction des précédentes versions de ce Rapport et dont les noms figurent à l'annexe A de ce Rapport. Nous tenons aussi à remercier Monsieur Potok de nous avoir permis de reproduire ici des tableaux et des exemples factuels utilisés dans le présent Rapport et qui feront partie d'un ouvrage intitulé *Cross-border Collateral : Legal Risk and Conflict of Laws*, dont Monsieur Potok assure la direction et qui devrait être publié par Butterworths durant la première moitié de l'année 2001. En outre, nous voudrions mentionner l'aide d'Alexandra Schluep, assistante de recherche au Bureau Permanent, et de Christian Reber, candidat au doctorat à l'Université de Zurich et avocat à New York, plus particulièrement pour leur aide dans la rédaction des commentaires sur le droit suisse (voir *infra*, p. 64). Le Bureau Permanent souhaite également remercier le cabinet de Pardieu Brocas Maffei & Leygonie d'avoir fourni la traduction française du présent Rapport rédigé initialement en anglais.

[1] Voir les « Conclusions de la Commission spéciale de mai 2000 sur les affaires générales et la politique de la Conférence » – document préparé par le Bureau Permanent, Document préliminaire No 10, juin 2000, à l'intention de la 19e session, p. 25-26 et 27 ; ces conclusions figurent sur le site Internet de la Conférence de la Haye (< http://www.hcch.net >) sous la rubrique *Travaux en cours*. Voir également l'Annexe VI des Conclusions : elle contient le Document de travail No 1 qui présente la proposition conjointe des Experts de l'Australie, du Royaume-Uni et des Etats-Unis afin que la Conférence de La Haye rédige une « Convention multilatérale succincte clarifiant les règles de droit applicables aux titres détenus par des intermédiaires » (p. 1 de l'Annexe VI).

[2] La Commission spéciale a reconnu qu'il existe une réelle possibilité de travailler dans des délais accélérés dans ce domaine dans la mesure où les études préliminaires ont déjà été réalisées et que des experts qui ont déjà travaillé dans ce domaine seront prêts à collaborer avec la Conférence de La Haye à l'élaboration de ce projet. Voir « Conclusions de la Commission spéciale de mai 2000 », *op. cit.* (note 1), p. 26.

[3] La Commission spéciale n'a pas formellement discuté, en mai 2000, de la forme que prendrait l'instrument (notamment, une convention ou une loi uniforme). Par conséquent, elle emploie dans ses conclusions l'expression « instrument », qui est à la fois générale et neutre. Le terme « convention », utilisé dans le présent Rapport, pour faire suite au document de travail initial présentant ce sujet à la Commission spéciale en mai 2000 (voir *supra*, note 1), ne présume aucunement de la forme finale de cet instrument.

[4] Dans beaucoup de cas, les titres nominatifs sont émis avec un certificat qui peut, soit constituer simplement la preuve du droit de propriété, soit constituer un instrument dont la remise confère des droits de propriété sur les titres.

[5] Voir Roy Goode, *« The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities »*, dans *The Future for the Global Securities Market : Legal and Regulatory Aspects*, Fidelis Oditah (éd.), Oxford 1996, p. 108-109 ; Randall D. Guynn, *« Modernising Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws, A Discussion Paper on the Need for International Harmonization »*, *Capital Markets Forum, Section on Business Law, International Bar Association*, 1996, p. 16 ; autres références données dans ce document (ce document est disponible en format pdf sur le site Internet suivant < http//:www.dpw.com/iba/modernization.pdf >). Pour une analyse détaillée de l'évolution du système de détention indirecte aux Etats Unis en particulier, voir Kenneth Kettering, « Repledge Deconstructed », *U. Pitt. L. Rev.* 1999 (vol. 61), p. 45 et s. ; Steven L. Schwarcz, *« Intermediary Risk in a Global Economy »*, 50 *Duke L. J.*, avril 2001 (à venir).

[6] Le présent Rapport utilise le terme général « intermédiaire » qui inclut tous les différents types d'institutions financières par l'intermédiaire desquelles les droits des investisseurs sont détenus, telles que les entreprises d'investissement, les sociétés de prête-nom *(nominee companies)*, les banques et autres conservateurs, systèmes de règlement-livraison et dépositaires. Par souci de clarté, l'intermédiaire dans les livres duquel le droit de l'investisseur est enregistré, est souvent désignés comme l'« intermédiaire direct ». Les termes « conservateur », « sous-conservateur » et « dépositaire » sont utilisés dans la pratique des marchés dans divers contextes et il est fréquent que ces notions se recouvrent entre elles de façon importante. Ce Rapport s'efforce de suivre la terminologie utilisée en pratique, mais l'utilisation de termes particuliers n'est pas censée impliquer des distinctions juridiques significatives quant aux fonctions qu'exercent les institutions concernées dans les différents systèmes de détention décrits dans ce Rapport. Pour les besoins de l'analyse des conflits de lois dans ce Rapport, ces différents termes sont largement interchangeables.

I. History of the project

The Special Commission on General Affairs and Policy of the Hague Conference on Private International Law, which met from 8-12 May 2000 in The Hague at the Peace Palace, recommended, among other things, that the following item be included, with priority, in the Conference's Agenda for future work:

"the question of the law applicable to the taking of securities as collateral, it being understood that, without waiting for the Diplomatic Conference, a working group open to all Member States, to experts and associations specialised in the field, should convene to examine, in collaboration with other international organisations, notably UNCITRAL and UNIDROIT, and the private sector, the feasibility of drawing up a new instrument on this topic."[1]

It had been stressed during the discussions that work on this subject not only could be, but should be, expedited in view of the immediate practical need for legal certainty. The Special Commission felt that this matter was indeed timely and important and needed to be addressed quickly.[2] It is against this background that the Secretary General of the Hague Conference has convened a Group of Experts to meet from 15-19 January 2001 in order to examine the possibility of preparing and adopting, through a "fast-track" procedure, a new instrument on this issue,[3] if possible even before the end of 2001.

This Report is designed to identify and illustrate the most important questions relating to the topic and to examine possible solutions, with a view to serving as a basic working document at the meeting of the Group of Experts in January 2001.

II. Scope of the project

A. *The principal issue: updating the law to reflect market reality*

Traditionally, securities were held, traded and settled in a "direct holding system" in which owners of securities had a direct relationship with the issuer – the investors would either be recorded on the issuer's register or be in physical possession of bearer securities certificates.[4] Within this traditional holding system, transfers of securities had to be settled through the physical delivery of paper certificates and instruments of transfer, making such transactions labour-intensive, time-consuming and expensive. They were also risky, because the paper documents could be lost, mislaid, stolen or counterfeited. The costs of protecting against such risks and of delivering documents across long distances made the transfer of securities in a direct holding system an expensive process. Furthermore, while in transit to the transferee, the securities were not available for use or investment, causing what has been referred to as "pipeline liquidity (or illiquidity) risk."[5]

These disadvantages have led to the evolution of a system under which, for the vast majority of securities, the investor no longer has a direct relationship with the issuer. Rather, the investor's interest in respect of the underlying securities is recorded on the books of an intermediary, which in turn has its interest recorded with another intermediary and so on up the chain until some intermediary either (i) is recorded as the registered owner on the books of the issuer or the issuer's official recordholder or (ii) holds the certificates or other documents of title representing the securities.[6] Thus, this "indirect holding system" has one or more tiers of intermediaries between issuer and investor, and interests in respect of underlying securities are recorded

* Given the very specialised nature of the subject matter, the Permanent Bureau has sought external advice to assist with the drafting of this Report. The Permanent Bureau is particularly grateful to Richard Potok (of Potok & Co.), who has acted as Legal Expert to the Permanent Bureau, and Guy Morton (of Freshfields Bruckhaus Deringer) for their invaluable assistance and support in this matter. We would also wish to acknowledge the very helpful comments made on previous drafts of this Report by a group of other experts whose names are mentioned in Appendix A to this Report. We are also grateful to Mr Potok for permission to reproduce the charts and factual examples used in this Report. These will form part of a book entitled *Cross-Border Collateral: Legal Risk and Conflict of Laws*, edited by Mr Potok, which is due to be published by Butterworths during the first half of 2001. Furthermore, we would like to acknowledge the helpful assistance of Alexandra Schluep, research assistant with the Permanent Bureau, and Christian Reber, doctoral candidate at Zurich University and practising lawyer in New York, in particular for their help in preparing the comments on Swiss law (see *infra* p. 65). The Permanent Bureau also wishes to thank De Pardieu Brocas Maffei & Leygonie for having provided the French translation of this Report, which was originally prepared in English.

[1] See the "Conclusions of the Special Commission of May 2000 on General Affairs and Policy of the Conference", prepared by the Permanent Bureau, Preliminary Document No 10 of June 2000, for the attention of the Nineteenth Session, pp. 25-26 and 27; these Conclusions are available on the website of the Hague Conference (< http://www.hcch.net >) under the heading *Work in Progress*. See also Annex VI to the Conclusions, reproducing Working Document No 1 which introduced the joint proposal made by the Experts of Australia, the United Kingdom and the United States for the Hague Conference to develop a "short multilateral Convention clarifying applicable law rules for securities held through intermediaries" (p. 1 of Annex VI).

[2] The Special Commission recognised that there was a real possibility of working expeditiously in this area because preliminary studies had already been carried out and experts in this field were prepared to collaborate with the Hague Conference on this project. See "Conclusions of the Special Commission of May 2000", *op. cit.* (footnote 1), p. 26.

[3] The Special Commission in May 2000 did not formally discuss what form the instrument should eventually take (in particular, convention or uniform law). Thus, the Conclusions of the Special Commission adopt the broad and neutral expression "instrument". The use of the term "Convention" in this Report, following the original working document introducing the topic at the Special Commission in May 2000 (see *supra*, footnote 1), obviously does not prejudice the form the instrument will ultimately take.

[4] In many cases, holders of registered securities will also be issued with a certificate, which may merely evidence ownership only or may be a document of title delivery of which is capable of creating proprietary rights in the securities.

[5] See Roy Goode, "The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities", *The Future for the Global Securities Market: Legal and Regulatory Aspects*, Fidelis Oditah (ed.), Oxford 1996, pp. 108-109; Randall D. Guynn, "Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws, A Discussion Paper on the Need for International Harmonization", *Capital Markets Forum, Section on Business Law, International Bar Association* 1996, p. 16, and the further reference there given (this paper is available in pdf format on the Internet at < http://www.dpw.com/iba/modernization.pdf >). For a detailed analysis of the evolution of the indirect holding system in the United States in particular, see Kenneth Kettering, "Repledge Deconstructed", *U. Pitt. L. Rev.* 1999 (vol. 61), pp. 45 *et seq.*; Steven I. Schwarcz, "Intermediary Risk in a Global Economy", 50 *Duke L.J.* April 2001 (forthcoming).

[6] This Report uses the term "intermediary" as a general term including all the various kinds of financial institutions through which investors' interests are held, for example, brokers, nominee companies, banks and other custodians, settlement systems and depositories. For clarity, the intermediary on whose books the investor's interest is recorded is often referred to as the "immediate intermediary". The terms "custodian", "sub-custodian", "depository" and "depositary" are used in the market in a variety of contexts and there is frequently a substantial degree of overlap between them. This Report attempts to follow the terminology believed to be used in practice, but the use of particular words is not intended to imply significant legal distinctions as regards the functions of the relevant institutions as part of the various holding patterns described in this Report. For purposes of the conflict of laws analysis in this Report, the various terms are broadly interchangeable.

cessions de ces droits s'effectuent souvent par simple inscription en compte sans qu'il y ait livraison des titres, qu'elle soit virtuelle ou effective[7].

Dans la plupart des pays, ni les règles de droit matériel régissant les opérations sur titres, ni les règles déterminant la loi applicable à ces opérations n'ont été actualisées pour tenir compte de cette nouvelle réalité du marché. En d'autres termes, dans la plupart des pays, le régime juridique actuel qui est censé s'appliquer au système moderne de détention indirecte de titres, remonte plus ou moins au temps où les titres étaient encore détenus par les investisseurs sous une forme matérielle. Toutefois, l'utilisation des concepts de détention (physique) et de livraison ne s'intègre pas de façon satisfaisante dans le contexte d'un système de détention indirecte dans la mesure où il ne peut y avoir de véritable détention ou de livraison physique des droits de propriété incorporels *(intangible property)* dans un tel système[8].

La règle traditionnelle de conflit de lois permettant de déterminer l'opposabilité d'un transfert en pleine propriété à titre de garantie ou d'un nantissement de titres[9] effectué dans le cadre d'un système de détention directe est celle de la *lex rei sitae* (aussi désignée sous le nom de *lex cartae sitae* ou de *lex situs*)[10]. Selon cette règle, la validité du transfert est déterminée par la loi du lieu où se situe le titre. Dans le cas de titres au porteur[11], c'est le droit du pays où, au moment du transfert, le bénéficiaire de la sûreté *(collateral taker)* est mis en possession de titres matériels ou exerce la possession. Dans le cas de titres nominatifs *(registered securities)*[12], la *lex rei sitae* désigne soit la loi du pays de l'émetteur, soit la loi du pays où sont situés les registres de titres de l'émetteur ou de son teneur de compte, au moment du transfert[13]. Mais comment la *lex rei sitae* s'applique-t-elle à un système dans lequel les titres sont détenus par le truchement de plusieurs niveaux d'intermédiaires domiciliés dans différents pays ? Existe-t-il, dans de telles circonstances, un facteur de rattachement plus approprié ? Tel est l'objet de le présent Rapport qui vise à examiner précisément ces questions.

B. *L'application de la Convention proposée est limitée aux aspects relatifs au droit patrimonial*

Il convient de noter qu'une opération de constitution de sûreté ou un transfert en pleine propriété d'un bien, comportent toujours deux éléments : en premier lieu, un élément *contractuel,* décrivant les obligations réciproques des parties à l'opération, et en deuxième lieu, un élément relatif au *droit patrimonial (in rem),* qui traite du transfert des droits sur le bien.

La règle débattue dans le présent Rapport concerne l'identification du droit applicable pour régir les aspects relatifs au *droit patrimonial* dans le contexte d'actes de disposition de titres et notamment :

(i) la création, l'opposabilité et la mise en jeu des nantissements[14] sur de tels droits[15] ;

(ii) le caractère définitif d'un transfert en pleine propriété ou d'une vente directe de ces droits; et

(iii) les questions d'ordre de priorité entre des dispositions opposées.

En d'autres termes, la Convention proposée ne traitera que de l'aspect relatif au *droit patrimonial* d'une opération de constitution de sûreté ou de cession de ces titres. Les aspects contractuels d'un accord en vertu duquel une telle mise à disposition est réalisée, sont couverts par des règles de conflit de lois distinctes. Ces règles de conflit de lois sont en général simples et permettent aux parties de choisir le droit applicable. Il semble que dans le contexte d'opérations relatives à des titres détenus indirectement, ces règles ne posent pas de problèmes spécifiques nécessitant d'être abordés expressément dans la Convention proposée[16].

C. *Aspects non couverts*

En premier lieu, il convient de souligner que la Convention proposée se limitera aux *questions relatives aux conflits de lois.* C'est pourquoi un certain nombre de problèmes ne seront pas abordés par la Convention proposée.

1. *Nature du droit de l'investisseur et modalités de transfert de ces droits*

La Convention proposée n'imposera pas de modifications des règles de droit matériel d'un Etat concernant la nature du droit d'un investisseur sur les titres détenus dans le

[7] La structure et la nature précise de ce système de détention indirecte seront décrites en détails, voir *infra,* p. 24 et s. Pour une présentation très instructive des faits nouveaux d'ordre commercial et juridique sur les aspects monétaires et les aspects se rapportant aux titres, voir Guynn, *op. cit.* (note 5), p. 16-21 et 21-25. Voir également Goode, *op. cit.* (note 5), p. 112-115, qui analyse un certain nombre de problèmes clés liés aux systèmes de détention indirecte.

[8] Voir par exemple le rapport du Comité de Production de la Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada (CHLC), « Système de Détention à plusieurs Niveaux – Projet de Législation Uniforme », 30 avril 1997, rédigé par Eric Spink (rapporteur), mis à jour en 1999 et en 2000. Le rapport et ses mises à jour sont disponibles sur le site Internet de la CHLC (< http://www.law.ualberta.ca/alri/ulc/current/etiered.htm#c >).

[9] Ces termes sont décrits ci-après, p. 18.

[10] Voir par exemple Dicey & Morris, *The Conflict of Laws,* 13 éd., Londres 2000, p. 915-937 ; H. Batiffol / P. Lagarde, *Traité de droit international privé,* Paris 1983, vol. II, p. 163-173 ; B. Audit, *Droit international privé,* 3e édition, Paris 2000, p. 630-658 ; H. de Vauplane, *De la détention nationale à la détention internationale de titres : où sont les titres ? ; Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres,* Conseil National du Crédit 1997 ; le principe de la *lex rei sitae,* en ce qui concerne les sûretés, est inscrit dans l'al. 2 de l'art. 3 du Code civil français qui dispose que la loi française régit le régime juridique des biens immeubles situés en France même lorsque le titre de propriété est détenu par une personne étrangère ; ce principe a été étendu par la Cour de cassation aux biens meubles (Cour de cassation, Req. 19 mars 1872, *Craven,* D.P. 74. I. p. 465, S. 72. I. p. 238 ; voir aussi Cour de cassation, Req. 24 mai, 1933, S. 1935. I. p. 253, note Batiffol, *RCDIP* 1934, p. 142, note J.P.N.) ; depuis lors, ce principe a été confirmé par la Cour de cassation à plusieurs occasions (Cour de cassation, 1ère civ., 8 juillet 1969, société DIAC, *Clunet,* 1970, p. 16, note Derruppe : Cour de cassation 1ère civ., 3 mai 1973, *Clunet* 1975, p. 74, note Fouchard) ; K. Firsching / B. von Hoffmann, *Internationales Privatrecht,* 4e éd., Munich 1995, p. 422-432 ; B. Dutoit, *Commentaire de la loi fédérale du 18 décembre 1987,* 2e éd., Bâle et Francfort 1997, ad art. 100. Autres références : Guynn, *op. cit.* (note 5), à la note 41. Voir également Thilo Rott, *Vereinheitlichung des Rechts der Mobiliarsicherheiten,* Tübingen 2000, p. 3-5, qui donne de nombreuses références en droit comparé.

[11] Voir *infra,* p. 20 pour la terminologie utilisée ici.

[12] *Ibid.*

[13] R.D. Guynn / N.J. Marchand, « *Transfer of Pledge of Securities held through Depositories* », *The Law of Cross-Border Securities Transactions,* Hans van Houtte (éd.), Londres 1999, p. 49 et 55. Il existe une troisième possibilité selon laquelle lorsque le certificat émis se rapportant aux titres nominatifs est considéré comme représentant le titre (par exemple, comme étant un instrument négociable) la *lex rei sitae* sera la loi du pays où le bénéficiaire de la sûreté entre en possession du certificat au moment du transfert.

[14] Voir p. 18 ci-dessous sur le sens qui est donné, dans le présent Rapport, au terme « nantissement ».

[15] Un autre aspect des nantissements qui peut être considéré comme soulevant des questions relatives au droit patrimonial, concerne la validité d'une stipulation aux termes de laquelle le bénéficiaire de la sûreté a le droit d'utiliser les titres nantis pour son propre compte, ainsi que le droit de les céder à un tiers. Ce droit est parfois désigné sous le terme de droit de « ré-hypothéquer » bien qu'il s'étende, en règle générale, à tout type de mise à disposition et pas seulement aux mises à disposition sous forme de nantissement. La question de savoir si un tel droit peut être valablement créé relève à la fois de la loi régissant le contrat concerné et de la loi régissant les questions de transfert de propriété au titre de ces opérations. C'est la raison pour laquelle cette matière fait partie des sujets qui devront être abordés par la Convention proposée. Dans un tel contexte, il convient de noter que l'art. 6 du projet de Directive européenne relative aux sûretés *(collateral)* (voir *infra,* les références à la note 31 *in fine,* ainsi que le texte p. 58) impose aux Etats membres que ceux-ci s'assurent qu'un tel droit est valable dans leurs règles de droit matériel.

[16] En ce qui concerne la distinction entre l'élément contractuel et l'élément relatif au droit patrimonial, il est possible d'établir une analogie avec la *Convention de La Haye de 1958 sur la loi applicable au transfert de propriété en cas de vente à caractère international d'objets mobiliers corporels,* qui a été négociée à titre d'instrument distinct de la *Convention de La Haye de 1955 sur la loi applicable aux ventes à caractère international d'objets mobiliers*

by book entries at various levels in the chain. Transfers of such interests often occur through book entries without any form of delivery, whether constructive or actual.[7]

In most jurisdictions, neither the substantive laws governing securities transactions nor the rules determining the law applicable to such transactions have been updated adequately to reflect this market reality. In other words, in most countries the legal regime currently in place to cope with the indirect holding system dates back, to a greater or lesser extent, to a time when securities were still directly held in certificated form by investors. The concepts of (physical) possession and delivery, however, do not operate satisfactorily in the context of the modern indirect holding system, as there can be no actual possession or delivery of the intangible property interests arising under that system.[8]

The traditional conflict of laws rule for determining the enforceability of a transfer of property or a pledge of securities[9] effected in the direct holding system is the *lex rei sitae* (also referred to as the *lex cartae sitae* or the *lex situs*).[10] Under this rule, the validity of the transfer is determined by the law of the place where the security is located. In the case of *bearer* securities,[11] this is taken to be the law of the jurisdiction where the recipient of the collateral (collateral taker) takes possession of the securities certificate at the time of transfer. In the case of *registered* securities,[12] the *lex rei sitae* is either the law of the issuer's jurisdiction or the law of the jurisdiction where the securities records of the issuer or its official record-holder are located at the time of transfer.[13] But how does the *lex rei sitae* apply to a system where the securities are held through multiple tiers of intermediaries located in different jurisdictions? Is there another connecting factor which is more appropriate in these circumstances? This Report examines precisely these issues.

B. *Application of the proposed Convention confined to proprietary aspects*

It should be noted that there are always two components to a collateral transaction or transfer of property: first, the contractual element, describing the parties' obligations under the transaction and, secondly, the proprietary element, dealing with the transfer of rights in the property.

The rule discussed in this Report relates to the identification of the appropriate law to govern proprietary aspects of a disposition of interests in securities, in particular:

(i) the creation, perfection and enforcement of pledges[14] over such interests;[15]

(ii) the completion of a transfer of title or outright sale of such interests; and

(iii) issues of priority between competing dispositions.

In other words, the proposed Convention will only deal with the *proprietary component* of a collateral transaction or transfer of such securities. The contractual aspects of an agreement under which such a disposition is made are covered by separate conflict of laws rules. These rules are usually straightforward and allow the parties to choose the applicable law. Within the context of transactions in respect of indirectly held securities, these rules do not create specific problems which would need to be addressed in the proposed Convention.[16]

C. *Issues not covered*

At the outset, it should be noted that the proposed Convention will be confined to *conflict of laws issues*. There are therefore various issues that it will not address.

1. *Nature of investor's interest and method of transfer*

The proposed Convention will not impose changes on a State's substantive law regarding the nature of an investor's interest in securities held through indirect holding systems.

---

[7] The precise structure and nature of this indirect holding system will be described in more detail, see *infra*, pp. 25 *et seq.* For a very instructive presentation of the commercial and legal developments on both the money and the securities sides of transactions, see Guynn, *op. cit.* (footnote 5), pp. 16-21 and 21-25. See also Goode, *op. cit.* (footnote 5), pp. 112-115, which analyses a number of key issues arising from indirect holding systems.

[8] See *e.g.*, Uniform Law Conference of Canada (ULCC), "Tiered Holding System-Uniform Legislation Project", Report of the Production Committee, April 30, 1997, drawn up by Eric Spink (Reporter), with updates presented in 1999 and 2000. The Report and the updates are available on the ULCC's website (< http://www.law.ualberta.ca/alri/ulc/current/etiered.htm#c >).

[9] For a description of these terms, see *infra*, p. 19.

[10] See *e.g.*, Dicey & Morris, *The Conflict of Laws*, 13 ed., London 2000, pp. 915-937; H. Batiffol / P. Lagarde, *Traité de droit international privé*, Paris 1983, Vol. II, pp. 163-173; B. Audit, *Droit international privé*, 3e édition, Paris 2000, pp. 630-658; H. de Vauplane, *De la détention nationale à la détention internationale de titres: où sont les titres ? Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, Conseil National du Crédit 1997; the principle of the *lex rei sitae* in respect of collateral is enshrined in the second para. of Art. 3 of the French Civil Code which provides that French law governs the legal regime of real estate property (*immeuble*) located in France even when title to such property is held by a foreign person; this principle has been extended by the French Supreme Court to movable property (*Cour de cassation*, Req. March 19, 1872, Craven, D. P. 74. I. 465, S. 72. I. 238; see also *Cour de cassation*, Req. May 24, 1933, S. 935. I. 253 note Batiffol, *RCDIP* 1934, p. 142, note J.P.N.); since then, the principle has been confirmed by the French Supreme Court on several occasions (Cour de cassation, 1ère civ., July 8, 1969, Société DIAC, *Clunet* 1970, p. 16, note Derruppe; Cour de cassation 1ère civ., May 3, 1973, *Clunet* 1975, p. 74, note Fouchard); K. Firsching / B. von Hoffmann, *Internationales Privatrecht*, 4th ed., Munich 1995, pp. 422-432; Bernard Dutoit, *Commentaire de la loi fédérale du 18 décembre 1987*, 2nd ed., Basle & Frankfurt 1997, *ad* Art. 100. For further references, see Guynn, *op. cit.* (footnote 5), footnote 41. See also Thilo Rott, *Vereinheitlichung des Rechts der Mobiliarsicherheiten*, Tübingen 2000, pp. 3-5, with numerous comparative law references.

[11] See *infra*, p. 21 for the terminology used here.

[12] *Ibid.*

[13] R.D. Guynn / N.J. Marchand, "Transfer of Pledge of Securities held through Depositories", *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, Hans van Houtte (ed.), London 1999, pp. 49 and 55. A third possibility is that, where the certificate issued in respect of a registered security is treated as representing the security (for example, as being a negotiable instrument) the *lex rei sitae* will be the law of the jurisdiction where the collateral taker takes possession of the certificate at the time of the transfer.

[14] See *infra*, p. 19 for the sense in which the term "pledge" is used in this Report.

[15] A further aspect of pledges which may be regarded as raising proprietary issues is the validity of a provision under which the collateral taker is given the right to use the pledged securities for its own purposes, including the right to transfer them to a third party. Such a right is sometimes referred to as a right of "rehypothecation", though it generally extends to all kinds of onward dispositions and not merely to onward dispositions by way of pledge. Whether such a right may validly be created will be a matter both of the law governing the relevant contract and of the law governing proprietary aspects of the transaction. This is, therefore, one of the matters with which the proposed Convention will need to deal. In this context, one may note that Art. 6 of the proposed EU Collateral Directive (see *infra*, the references in footnote 31 *in fine*, as well as text on p. 59) would require Member States to ensure that such a right is recognised as valid under their substantive law.

[16] As regards the distinction between proprietary and contractual elements, an analogy may be drawn with the *Hague Convention of 15 April 1958 on the law governing transfer of title in international sales of goods*, which was negotiated as an instrument distinct from the *Hague Convention of 15 June 1955*

cadre d'un système de détention indirecte. En conséquence, on peut considérer que les droits qu'un investisseur détient sur des titres en vertu de la loi qui lui est applicable, avant qu'il ne les cède à titre de garantie ou ne les transfère à un acquéreur (qu'il s'agisse d'un droit de propriété ou d'un droit contractuel[17], ou que ce droit constitue le reflet d'une nouvelle structure juridique n'impliquant pas un droit de copropriété[18] ou qu'il s'agisse d'un droit fiduciaire au titre d'un *trust*[19]), ne seront pas touchés par le régime proposé. La Convention proposée n'imposera aucune obligation quant à la façon dont ces droits peuvent être remis à titre de garantie ou cédés.

2. *Saisie au niveau supérieur*

La Convention proposée n'abordera pas non plus la question de droit matériel sur la saisie au niveau supérieur (« *upper-tier attachment* ») – c'est-à-dire le problème qui se pose lorsqu'une personne détenant un droit à un niveau inférieur de la chaîne de détention (par exemple, une personne qui revendique avoir acquis des droits d'un autre investisseur), cherche à saisir ou revendique un droit sur des titres détenus à un niveau supérieur où il n'y a aucune inscription de son droit[20].

3. *La création et l'émission des titres*

Ensuite, la Convention proposée ne vise pas non plus à modifier les règles régissant la création et l'émission des titres sous-jacents ni les droits et obligations de l'émetteur envers les détenteurs directs de ces titres ou envers des tiers.

4. *Droit de la faillite*

En outre, et c'est là sans doute l'aspect le plus important, la Convention proposée n'aura aucune incidence sur le régime juridique, en matière de *lois sur la faillite* en vigueur dans un Etat. Par conséquent, les effets de la faillite de l'une des parties à une vente ou à une opération de constitution de sûreté[21], qu'il s'agisse du constituant de la sûreté / cédant, du bénéficiaire de la garantie / cessionnaire ou de l'intermédiaire, ne seront pas affectés par la Convention proposée. Ces questions continueront d'être soumises au régime juridique (national, régional ou international) en vigueur dans chaque Etat.

5. *Autres formes de droit de propriété détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte*

Finalement, on pourrait soutenir que les problèmes soulevés par les systèmes de détention indirecte se posent aussi lorsque d'autres biens corporels (tels que des marchandises / matières premières *(commodities)*) sont détenus de façon similaire.

Toutefois, il ne semble pas que le champ d'application de la Convention proposée ait vocation à s'étendre au-delà du domaine du titre.

En résumé, la Convention proposée *devrait permettre aux intervenants sur les marchés financiers de déterminer facilement et sans équivoque quelle loi régit les aspects relatifs au droit patrimonial (proprietary aspects) des actes de disposition de titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte. La Convention* proposée *a donc pour but d'établir une sécurité juridique et une prévisibilité sur un aspect limité mais déterminant de ces actes de disposition.*

III. Terminologie

L'analyse des questions soulevées dans ce Rapport, nécessite de fréquents renvois à des termes techniques qui n'ont pas toujours le même sens dans tous les pays ou qui peuvent renvoyer à des concepts n'ayant pas d'équivalent précis dans certains de ces pays. Afin d'éviter toute confusion, il est indispensable de décrire brièvement le sens donné aux principaux termes employés dans ce Rapport.

A. *« Nantissement » et « security interest »*

Dans le présent Rapport, le terme « nantissement » est utilisé comme un terme générique et désigne à la fois les sûretés *avec dépossession* et les sûretés *sans dépossession*, comme les hypothèques tant immobilières que mobilières[22]. Les termes génériques *« security interest »*[23] ont été écartés parce que dans la terminologie anglaise, ils prêtent inévitablement à confusion avec l'expression *« interest in securities »* (qui signifie « un droit sur des titres »)[24]. Dans le cadre d'un nantissement (*pledge*), le constituant de la sûreté reste propriétaire des titres nantis[25].

B. *« Sûreté », « opération de constitution de sûreté », « transfert en pleine propriété » et « vente »*

Dans l'économie actuelle, il existe de nombreuses manières de lever des fonds et de se couvrir contre le risque de crédit. Ainsi, la technique du nantissement ne constitue pas la seule forme de garantie : certaines formes de garantie ont recours à la technique du *transfert en pleine propriété à titre de garantie* (ci-après désigné « transfert en pleine propriété ») en vertu de laquelle la pleine propriété du bien donné en garantie est transférée au bénéficiaire de la sûreté qui reste néanmoins soumis à l'obligation contractuelle de restituer des titres équivalents. Les « opérations de pension »[26],

corporels (textes disponibles sur le site Internet de la Conférence de La Haye, en français seulement).

[17] Pour une présentation et discussion de ces droits, voir *infra*, p. 30 et s.

[18] *Infra*, p. 34.

[19] *Infra*, p. 64.

[20] Voir *infra*, note 113 et le texte y afférent.

[21] Pour une description de ces termes, voir *infra*, p. 18.

[22] Guynn, *op. cit.* (note 5), p. 13, utilise le terme *« pledge »* en anglais dans le même sens général.

[23] L'expression *« security interest »* est employée en anglais dans le *Uniform Commercial Code* (U.C.C.) des Etats-Unis ; voir l'art. 1-201(37), où le *« security interest »* est défini comme un droit sur un bien meuble ou immeuble qui garantit une dette ou l'exécution d'une obligation, et l'art. 9, où sont énoncées les règles qui régissent les *« security interest »* sur des titres *(investment securities)*.

[24] Nous sommes parfaitement conscients que le « nantissement » visait à l'origine seulement les droits constitués avec *dépossession* portant sur des biens corporels. À cause de la confusion qui peut entourer le terme *« security interest »* dans un contexte international et multilingue, nous avons préféré parler de « nantissement » et élargir délibérément son sens traditionnel pour qu'il couvre aussi les droits nés *sans dépossession*.

[25] Lorsqu'un nantissement inclut le droit pour le bénéficiaire du nantissement d'utiliser les titres nantis pour son propre compte (voir *supra*, note 15), l'exercice de ce droit entraînera inévitablement le transfert en pleine propriété des titres à un tiers et le constituant du gage n'aura alors que le droit de revendiquer auprès du bénéficiaire du gage que lui soient restitués des titres équivalents.

[26] Une « opération de pension » *(repurchase agreement)* aussi désignée sous le nom de *« repo »*, *« RP »* ou *« buyback agreement »* (en anglais) est un contrat aux termes duquel une partie vend des titres et s'engage à racheter des titres équivalents à une date précise et à un prix déterminé. Une pension peut se dénouer à différents moments : le jour même *(intra-day)*, à un jour *(overnight)*, la durée peut être indéterminée *(open)* ou à terme *(term)*. Dans le premier cas, l'opération vient à échéance au plus tard le jour où elle a été conclue. Une pension à un jour vient à échéance le jour suivant la date initiale de sa

Consequently, it may be assumed that the interests which an investor holds in the securities under local law prior to providing these interests as collateral or transferring them to a purchaser (be they proprietary or contractual,[17] the result of a new legal structure not involving co-ownership[18] or trust[19] interests) will *not* be altered by the proposed regime. The proposed Convention will not impose any obligations as to how such interests may be provided as collateral or transferred.

2. *Upper-tier attachment*

The proposed Convention will also not address the substantive law issue of so-called "upper-tier attachment" – that is, the problem that arises where a person with an interest at a lower level in the chain of holdings (for example, an investor or a person claiming to have acquired rights from an investor) seeks to attach or otherwise claim an interest in securities or an interest in securities held at a higher level where there is no record of that person's entitlement.[20]

3. *Creation and issue of securities*

Furthermore, the proposed Convention is not intended to alter the rules governing the creation and issue of the underlying securities or the rights and duties of the issuer as against direct holders of such securities and third parties.

4. *Insolvency law*

Perhaps most importantly, the proposed Convention will not interfere with a State's existing legal order in the field of *insolvency law*. Hence, the effects of a bankruptcy of one of the parties involved in a collateral transaction or sale,[21] be it the collateral provider / transferor, the collateral taker / transferee or the intermediary, will not be affected by the proposed Convention but will continue to be subject to each State's own (national, regional or international) regime.

5. *Other forms of property held through indirect holding systems*

Finally, it could be argued that the issues raised by indirect holding systems for securities also apply where other property (for example, physical commodities) is held in a similar way.

However, it is not suggested that the scope of the proposed Convention should extend beyond the securities area.

To sum up, the proposed Convention should enable financial market participants to ascertain readily and unequivocally which law will govern the proprietary aspects of dispositions of interests in respect of securities held through indirect holding systems. The proposed Convention is thus intended to provide certainty and predictability on a limited but crucial aspect of such dispositions.

III. Terminology

The analysis of the questions raised in this Report requires frequent reference to a variety of technical terms which either may not have the same meaning in all jurisdictions or may refer to concepts which have no precise equivalent in some jurisdictions. In order to avoid any misunderstandings, it is therefore essential to describe briefly the meaning of the principal terms used in this Report.

A. *"Pledge" and "security interest"*

In this Report, the word "pledge" is used as a generic term and includes not only *possessory* security interests but also *non-possessory* forms of security interests such as mortgages and charges.[22] It is preferred to the alternative generic term "security interest"[23] because of the inevitable confusion with "interest in securities".[24] Under a pledge, the collateral provider retains ownership of the securities pledged.[25]

B. *"Collateral", "collateral transaction", "transfer of title" and "sale"*

In today's economy, there are numerous ways of raising money and obtaining protection against credit exposure. Not all the ways of obtaining such protection operate through the pledge mechanism: some use a *title transfer* mechanism, under which ownership of the collateral is transferred outright to the collateral taker, who only has a contractual obligation to redeliver equivalent securities. Examples of title transfer arrangements achieving a similar economic effect include "repurchase agreements",[26]

on the law applicable to international sales of goods (texts available on the website of the Hague Conference, in French only).

[17] For a presentation and discussion of these interests, see *infra*, p. 31 *et seq.*

[18] *Infra*, p. 35.

[19] *Infra*, p. 65.

[20] See *infra*, footnote 113, and accompanying text.

[21] For a description of these terms, see *infra*, p. 19.

[22] Guynn, *op. cit.* (footnote 5), p. 13, uses the term "pledge" in the same broad sense.

[23] The term "security interest" is used in particular in the Uniform Commercial Code (U.C.C.) of the United States; see Art. 1-201(37), which defines a security interest as "an interest in personal property or fixtures which secures payment or performance of an obligation", and Art. 9 U.C.C., which sets out the actual rules on "security interests" in investment securities.

[24] We fully recognise that the term "pledge" originally was limited to *possessory* interests in physical property only. Because of the potential confusion surrounding the expression "security interest" in an international (and multilingual) context, we nevertheless prefer to use the term "pledge" and deliberately extend its traditional meaning so as to cover *non-possessory* interests as well.

[25] Where a pledge includes a right for the pledgee to use the pledged securities for its own purposes (see *supra*, footnote 15), the exercise of the right will inevitably transfer title to a third party and the pledgor will thereafter have only a right to call on the pledgee to deliver equivalent securities.

[26] A "repurchase agreement", also referred to as "repo", "RP" or "buyback agreement", is a contract to sell securities with an agreement subsequently to repurchase equivalent securities on a specified date at a specified price. Repos may fall within one of four maturity categories: intra-day, overnight, open or term. An *intra-day repo* is one that matures at a later time on the day on which it was entered into. An *overnight repo* is one that matures on the day following its original settlement date. An *open repo* has an indefinite term; either party may terminate the transaction on demand. A *term repo* has a set maturity of more than one day. Finally, a "reverse repo" is a repo viewed from the perspective of the buyer, that is, a contract to buy securities with an agreement

les « opérations d'achat revente »[27], les « prêts de titres »[28] et les contrats d'échange qui utilisent la technique du transfert en pleine propriété peuvent être cités comme exemples[29]. De telles opérations peuvent sans aucun doute être utilisées pour jouer un *rôle de garantie* et peuvent être alors considérées comme constituant une sûreté même si, techniquement, elles ne constituent pas un nantissement portant sur l'assiette de la sûreté constituée *(pledge over the collateral)*, mais un véritable droit de propriété sur le bien[30]. Ainsi, l'expression « opération de constitution de sûreté » doit être comprise dans un sens large, de manière à englober *toute opération visant à garantir une dette, qu'il y ait création ou non d'un nantissement sur le bien donné en garantie*[31]. De la même façon, le terme « sûreté » doit être entendu comme désignant tout bien qui fait l'objet d'une opération de constitution de sûreté[32].

Le présent Rapport porte principalement sur les opérations de constitution de sûreté car, en pratique, se sont généralement ces opérations qui soulèvent les difficultés les plus importantes. Toutefois, rien ne semble justifier de distinguer à cette fin le transfert en pleine propriété effectué dans le cadre de ces opérations, du transfert de propriété qui s'opère ordinairement dans le cadre d'une vente. En conséquence, les règles de conflit de lois devraient être les mêmes pour tous les types de transferts de propriété.

C. *Le caractère « opposable » et « définitif » d'un droit*

En droit sur les opérations bénéficiant d'une sûreté, le terme d'« opposabilité » *(perfection)* fait référence aux conditions nécessaires pour qu'une sûreté puisse, dans les limites prévues par la loi, être opposable aux tiers[33]. Le terme « définitif » *(completed)* est utilisé dans un sens équivalent dans le cadre du transfert en pleine propriété, c'est-à-dire pour décrire le caractère parfait du transfert en pleine propriété au cessionnaire.

D. *« Titres représentés par un certificat »* (certificated securities) *et « titres dématérialisés »* (uncertificated securities) ; *titres « au porteur » et titres « nominatifs » ; titres « crées matériellement »* (physical securities) *et « titres dématérialisés »* (dematerialised securities) ; *« titres immobilisés »* (immobilised securities)

Les titres peuvent être présentés ou classés selon divers critères qui peuvent être utiles dans différents contextes. Comme nous le verrons en détail ci-après, les incertitudes que la Convention proposée est censé supprimer s'appliquent sans tenir compte de la classification qui est

conclusion. Une opération de pension à durée indéterminée a une date d'échéance indéterminée : l'une ou l'autre partie peut donc résilier l'opération à première demande. Une pension *à terme* vient à échéance à une date déterminée supérieure à un jour. Enfin, une pension dite « inverse » *(reverse repo)* est une pension envisagée du point de vue de l'acheteur. Voir l'ouvrage de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), *Cross-Border Securities Settlements, Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten countries*, Bâle, mars 1995, glossaire, p. 40 et p. 41-42 (d'autres distinctions sont établies en fonction des accords de conservation *(arrangements for custody)* des titres mis en pension : pension livrée *(delivery repo)*, pension tripartite *(tri-party repo)* et pension détenue par un conservateur *(hold-in-custody repo)*, voir également Guynn / Marchand, *op. cit.* (note 13), p. 54, aux notes 12 et 13 ; De Vauplane / Bornet, *Droit des marchés financiers*, Paris 1998, n° 847, p. 730. Les opérations de pension présentent l'avantage d'éliminer les difficultés découlant des règles d'opposabilité applicables aux nantissements et des restrictions relatives à la réutilisation par le créancier gagiste des titres objet du nantissement. Les parties à ce type d'opération emportant transfert en pleine propriété s'exposent toutefois au risque que la pension livrée soit requalifiée en un nantissement par un tribunal, de sorte que si les exigences concernant l'opposabilité du nantissement n'ont pas été respectées, tout l'accord de sûreté pourra être frappé de nullité. Étant donné que la Convention proposée n'est pas destinée à modifier les règles de droit matériel nationales en vigueur, elle n'offre aucune protection contre ce risque de requalification. Sur le risque de requalification, voir Joanna Benjamin, *« Recharacterisation Risk and Conflict of Laws », Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Special Supplement to Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, septembre 1998, p. 29-37, et Richard Fentiman, *« Cross-Border Securities Collateral : Redefining Recharacterisation Risk », ibid.*, p. 38-46.

[27] Une opération « d'achat-revente » constitue un accord aux termes duquel les parties conviennent simultanément de conclure deux opérations séparées visant le même titre : la vente du titre prévoit un règlement normal ou le jour même, et le vendeur s'engage à racheter le titre à terme à une date précise et à un prix déterminé. Ce type d'opération peut viser le même but qu'une opération de pension, mais elle peut également être utilisée lorsque la conclusion d'une pension fait l'objet de restrictions. En outre, les parties peuvent choisir de documenter les opérations d'achat / revente par une convention cadre dans la mesure où les parties souhaitent préserver l'indépendance des deux volets de l'opération. Voir BRI, *op. cit.* (note 26), p. 41 ; voir également Guynn / Marchand, *op. cit.* (note 13), p. 54, à la note 14.

[28] Un prêt de titres est une opération aux termes de laquelle des titres sont prêtés à une partie, en contrepartie de la remise d'espèces ou d'une autre sûreté, BRI, *op. cit.* (note 26), p. 40 et 41 ; voir également Guynn / Marchand, *op. cit.* (note 13), p. 54, à la note 16. Le transfert des titres empruntés, et dans beaucoup de cas le transfert de titre remis à titre de garantie, sont effectués en pleine propriété, l'emprunteur des titres ayant l'obligation de restituer des titres équivalents à l'échéance du prêt. Un prêt de titres offre beaucoup de similarités avec une opération de pension, surtout lorsque sa conclusion est accompagnée de la constitution d'un gage-espèces. La différence principale réside dans le fait que dans un prêt de titres, le transfert des titres empruntés ne constitue pas une vente – le transfert des titres empruntés est effectué en contrepartie de l'engagement de restituer des titres équivalents et en général, de payer une commission d'emprunt en rémunération de l'avantage lié à l'utilisation des titres empruntés. La constitution d'un gage-espèces a une fonction de sûreté. Elle ne constitue pas la cause directe du transfert des titres.

[29] L'*International Swaps and Derivatives Association's (ISDA) credit support Annex* de 1995 *(Transfer Version)* utilise un tel mécanisme de transfert en pleine propriété. Pour plus d'informations, voir les *Guidelines for collateral practitioners*, publié sur le site Internet de l'ISDA (< http://www.isda.org/press/pdf/colguide.pdf >), voir aussi Kenneth Kettering, *op. cit.* (note 5) p. 45 et s., et Kolifrath, « L'annexe AFB remise en garantie », *RD. Bancaire et Bourse*, No 62, 1997, p. 142.

[30] Voir à ce titre le Mémoire explicatif de la Loi belge du 2 janvier 1991 sur les instruments de dette publique cotés qui distingue la finalité économique d'une opération de pension et sa classification juridique – certains pays tels que l'Italie ont un type de nantissement irrégulier *(« irregular pledge »)* qui confère au créancier nanti des droits substantiellement équivalents à ceux d'un transfert en pleine propriété. Ce type de nantissement devrait être considéré pour les besoins de ce Rapport, comme emportant transfert de propriété par opposé à la catégorie du nantissement. La loi mexicaine reconnaît également les nantissements irréguliers sur des titres fongibles, dont l'effet est de transférer la propriété du bien nanti au bénéficiaire de la sûreté. Certaines autres pays, tels que Brésil, ne reconnaissent pas le transfert en pleine propriété comme un moyen d'effectuer une opération de constitution de sûreté qui soit valable.

[31] Voir Guynn, *op. cit.* (note 5), p. 13 ; De Vauplane / Bornet *op. cit.* (note 26), No 717, p. 607. Voir également Roy Goode, *« Security Entitlements as Collateral and the Conflict of Laws », Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Special Supplement to Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, septembre 1998, p. 24, à la note 13 ; Richard Potok, *« Rapporteur's Summary », ibid.*, p. 4, à la note 2 ; Christian Reber, *The Indirect Holding System of Securities and Collateral Transactions : Conflict of Law Issues*, travail de recherche présenté au séminaire sur la réglementation des marchés financiers de l'Université de New York (printemps 2000), non publié, p. 8-9.

Certains facteurs déterminent le recours par les parties au nantissement ou au transfert en pleine propriété, par exemple la fiscalité, la comptabilité, l'infrastructure, etc. Il reste que la différence économique la plus importante entre ces deux formes de garanties réside dans le fait que le cédant, dans un transfert en pleine propriété, s'expose à un risque de crédit sur le bénéficiaire dans la mesure où la valeur de la garantie est supérieure à la valeur de l'obligation garantie, ce qui n'est pas le cas avec un simple nantissement, tant que la garantie n'a pas été utilisée par le créancier gagiste. Encore une fois, la Convention proposée ne changera en rien les règles de droit matériel sur ce sujet et ne nécessitera pas non plus leur modification. *Le projet de Directive du Parlement européen et du Conseil de l'Europe sur l'utilisation transfrontalière de sûretés* (désigné sous le nom de « projet de Directive européenne relative aux Sûretés Transfrontalière ») va plus loin, même si sa portée territoriale est régionale et non pas mondiale, mais il touche aussi les règles de droit matériel, notamment en matière de faillite. Cette directive vise à harmoniser la législation des Etats membres de l'UE en vue de créer un régime minimal uniforme pour la remise de titres en garantie dans le cadre de nantissements ou de transferts en pleine propriété ; voir le document *Working document on Collateral from the Commission to relevant bodies for consultation, First preliminary draft proposal for a Directive*, Document No C4/PN D (2000), 15 juin 2000 ; sur la règle de conflit de lois figurant dans cette Directive, voir *infra*, p. 62.

[32] Beaucoup d'opérations de constitution de sûreté comportent une disposition selon laquelle des remises en garantie supplémentaires ont lieu après la livraison initiale des titres pour tenir compte de la fluctuation de la valeur des titres remis en pension ; ces remises « complémentaires » sont désignées sous le nom de « clause d'arrosage » (*top up collateral*) ou de « variation de marge » (*variation margin*). Même si une remise complémentaire peut poser des problèmes particuliers au regard du droit de la faillite, rien ne justifie qu'elle soit traitée différemment des autres types d'opérations de constitution de sûretés, dans le cadre de l'analyse des conflits de lois.

[33] Voir par exemple Roy Goode, *Commercial Law in the Next Millennium*, Londres 1998, p. 58 et s.

"buy / sell-back transactions,"[27] "securities loans"[28] and swap transactions using a title transfer structure.[29] A title transfer arrangement undoubtedly can be used to fulfil a security function, and where it does so is to be regarded as a collateral transaction, even if – technically speaking – it does not create a pledge over collateral.[30] Hence, the term "collateral transaction" has to be understood in a broad sense so as to encompass *every transaction intended to secure outstanding credit, whether or not it creates a pledge over the property to which it applies.*[31] Equally, the term "collateral" is to be understood to apply to any property which is the subject of a collateral transaction.[32]

This Report focuses mainly on collateral transactions because, in practice, it is normally in relation to collateral transactions that the most significant issues tend to arise. However, there seems to be no reason to distinguish for this purpose title transfers under collateral transactions from ordinary transfers by way of sale. Consequently, the conflict of laws rules should be the same for all types of transfers.

C. *"Perfected" and "completed" interests*

In secured transactions law, the term "perfection" refers to the conditions necessary to protect a security interest, as far as the law permits, so as to make it valid against third parties generally.[33] We use "completed" in an equivalent sense for title transfer, that is, to describe the full transfer of title to the transferee.

D. *"Certificated" and "uncertificated" securities; "bearer" and "registered" securities; "physical" and "dematerialised" securities; "immobilised" securities*

Securities may be described or classified by reference to various distinctions which may be useful in different contexts. As will be explained in more detail below, the uncertainties which the proposed Convention is designed to address apply regardless of which classification is adopted.

subsequently to sell back equivalent securities on a specified date at a specified price. See Bank for International Settlements (BIS), *Cross-Border Securities Settlements, Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten countries*, Basle, March 1995, Glossary, p. 40 and pp. 41-42 (with a further differentiation according to the arrangements for custody of the repo securities: *delivery repo, tri-party repo* and *hold-in-custody repo*); see also Guynn / Marchand, *op. cit.* (footnote 13), p. 54, footnotes 12 and 13; De Vauplane / Bornet, *Droit des marchés financiers*, Paris 1998, No. 847, p. 730. Repos have the advantage of avoiding both the difficulties linked with perfection rules applicable to pledges and restrictions on the reuse of the pledge by the collateral taker. Parties to such title transfer transactions may, however, face the risk that the repo is recharacterised as a pledge by a court, with the consequence that if the perfection requirements for a pledge have not been satisfied, the whole collateral arrangement might be void. As the proposed Convention is not intended to interfere with national substantive laws, it will not offer protection against such a recharacterisation risk. On recharacterisation risk in particular, see Joanna Benjamin, "Recharacterisation Risk and Conflict of Laws", *Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Special Supplement to Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, September 1998, pp. 29-37, and Richard Fentiman, "Cross-Border Securities Collateral: Redefining Recharacterisation Risk", *ibid.*, pp. 38-46.

[27] A "buy / sell-back" or "buy / sell" transaction is an arrangement under which the parties contemporaneously enter into two separate transactions in respect of the same security: a sale of the security is arranged for normal or same-day settlement, and a forward transaction is arranged for the seller to repurchase the security on a specified date at a specified price. This transaction can serve the same purpose as a repo, but it may also be used when repo transactions are restricted. Furthermore, parties may choose not to document buy / sell-back transactions under a master agreement, because of a desire to preserve the independent identity of the two parts of the transaction. See BIS, *op. cit.* (footnote 26), p. 41; see also Guynn / Marchand, *op. cit.* (footnote 13), p. 54, footnote 14.

[28] A "securities loan" is an agreement in which securities are lent to a counterparty, usually against cash or other collateral. BIS, *op. cit.* (footnote 26), pp. 40 and 41; see also Guynn / Marchand, *op. cit.* (footnote 13), p. 54, footnote 16. The transfer of the borrowed securities, and in many cases also the transfer of any securities, is made by way of full title transfer, with the recipient having the obligation to deliver equivalent securities on the unwinding of the loan. It will be seen that a securities loan in many respects resembles a repo, particularly where it is made against cash collateral. The main difference is that in the case of a securities loan the borrowed securities are not transferred by way of sale – the consideration for the transfer of the borrowed securities is the undertaking to return equivalent securities plus, generally, a borrowing fee representing compensation for the benefit of the use of the borrowed securities. The transfer of cash serves a collateral function rather than being the direct consideration for the transfer of securities.

[29] The 1995 International Swaps and Derivatives Association's (ISDA) Credit Support Annex (Transfer Version) uses such a structure. For more information, see the "Guidelines for collateral practitioners", published on ISDA's website (< http://www.isda.org/press/pdf/colguide.pdf >); see also Kenneth Kettering, *op. cit.* (footnote 5), pp. 45 *et seq.*, and Kolifrath, "L'annexe AFB remise en garantie", *Rd. bancaire et bourse*, No 62, 1997, p. 142.

[30] See in this respect the Explanatory Memorandum of the Belgian Act dated 2 January 1991 on public debt instruments, making the distinction between the economic purpose of a repo and its legal categorisation. Some jurisdictions, such as Italy, have a category of "irregular pledge" which confers on the pledgee rights substantially similar to transfer of title and should therefore be regarded for purposes of this Report as falling within the transfer of title as opposed to the pledge category. Mexican law also recognises irregular pledges over fungible securities, the effect of which is to pass title to the pledgee. Some other jurisdictions, such as Brazil, do not recognise title transfer as a means of effecting a valid collateral transaction.

[31] See Guynn, *op. cit.* (footnote 5), p. 13; De Vauplane / Bornet, *op. cit.* (footnote 26), No. 717, p. 607. See also Roy Goode, "Security Entitlements as Collateral and the Conflict of Laws", Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, *Special Supplement to Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, September 1998, p. 24, footnote 13; Richard Potok, "Rapporteur's Summary", *ibid.*, p. 4, footnote 2; Christian Reber, *The Indirect Holding System of Securities and Collateral Transactions: Conflict of Law Issues*, Term paper presented at New York University for a Seminar on the Regulation of Financial Markets (spring 2000), on file with the author of this Report, pp. 8-9.

The factors relevant to the party's choice between pledge and transfer of title structures may include tax, accounting, infrastructure and other considerations, it being understood that the most important economic difference between the two forms of transaction is that under a title transfer arrangement the collateral provider incurs a credit exposure to the collateral taker to the extent that the value of the collateral is greater than that of the corresponding obligation, whereas this is not the case where a pledge only is taken, as long as the collateral is not being used. Again, the proposed Convention would not interfere with or require modifications of existing substantive law provisions in this matter. For a proposed measure which goes further and also deals with issues of substantive law, including insolvency, but whose territorial scope is regional and not global, see the proposed *Directive of the European Parliament and of the Council on the cross-border use of collateral* (the proposed EU Collateral Directive). This Directive is intended to harmonise the legislation of EU Member States in order to create a uniform minimum regime for the provision of securities as collateral under both pledge and title transfer structures; see the *Working document on Collateral from the Commission to relevant bodies for consultation, First preliminary draft proposal for a Directive*, Document number C4/PN D(2000), dated 15 June 2000; on the conflict of laws rule embodied in this Directive, see *infra*, p. 63.

[32] Many collateral transactions include a provision that, after the initial delivery of securities has been effected, further collateral movements are triggered by changes in the value of the securities; this additional collateral is referred to as "top-up collateral" or "variation margin". Even though top-up collateral movements may raise specific issues under insolvency laws, there is no reason to treat them differently from other collateral transactions for the purposes of the conflict of laws analysis.

[33] See *e.g.*, Roy Goode, *Commercial Law in the Next Millennium*, London 1998, p. 58 *et seq.*

adoptée. Ainsi, les classifications ne sont pas d'une importance fondamentale dans le contexte de ce Rapport et, sauf indication contraire, aucune distinction ne sera faite entre les différentes catégories de titres. Néanmoins, il peut être utile de rappeler brièvement les principaux termes qui sont le plus fréquemment utilisés.

Les titres sont *représentés par un certificat (certificated)* lorsque l'émetteur émet un ou plusieurs certificats *(certificates)* en rapport avec ces titres. Ce certificat peut être un titre de propriété, dans le sens où la possession ou la remise de ce certificat confère un droit de propriété sur les titres ; alternativement, le certificat peut simplement apporter la preuve du titre de propriété lorsque ce certificat est accompagné d'autres documents qui sont requis pour transférer les droits patrimoniaux. Les certificats peuvent être émis soit au titre de détentions individuelles, soit sous la forme d'un ou plusieurs certificats « Jumbo » ou « global » créés pour l'émission dans son ensemble[34]. Les titres *dématérialisés* sont des titres pour lesquels aucun certificat n'est émis[35].

L'expression « titres *au porteur* » désigne en règle générale les titres qui sont représentés uniquement par un titre physique *(physical certificate)* ou par tout autre document, chacun d'entre eux conférant des droits au porteur relatifs aux titres qu'il représente, et pour lesquels l'émetteur ne conserve aucun registre ou inscription de l'identité des différents propriétaires *(individual owners)*. Les titres *nominatifs* sont les titres pour lesquels un registre est tenu. Le registre peut ou peut ne pas constituer la preuve de la propriété des titres[36].

Un titre *dématérialisé (dematerialised security)*, dans le vrai sens du terme, est un titre dont l'émission et la détention sont seulement matérialisées par procédé informatique ou inscription électronique dans un système tenu par l'émetteur ou par un teneur de compte agissant pour le compte de l'émetteur[37]. L'expression « titres *physiques* » *(physical securities)* est généralement utilisée pour désigner des titres représentés par un certificat.

Les titres peuvent être *immobilisés (immobilised)* en vertu d'un accord selon lequel la totalité ou la quasi-totalité des titres émis sont détenus par un ou plusieurs dépositaires et les droits sur ou se rapportant auxdits titres sont représentés par des comptes tenus par le dépositaire[38]. Comme nous l'avons vu précédemment, cet accord est un élément caractéristique du système de détention indirecte[39].

Toutes ces catégories de titres peuvent être détenues soit directement soit par le biais de comptes ouverts auprès d'un ou plusieurs niveaux d'intermédiaires. Les différences entre les diverses catégories de titres ne sont pas importantes pour le fonctionnement pratique d'un système de détention indirecte, bien qu'elles puissent avoir une importance lorsqu'il s'agit de déterminer la nature juridique des droits que le propriétaire a sur les titres[40].

E. *« Comptes fongibles » / « Comptes généraux » par opposition aux « comptes non fongibles » / « comptes traçables »*

Pour les besoins du présent Rapport, une distinction essentielle doit être faite entre :

(i) les systèmes de détention dans lesquels le droit d'un investisseur sur des titres est seulement inscrit dans les livres de l'intermédiaire direct qui tient le compte de l'investisseur, et

(ii) les systèmes de détention dans lesquels le droit d'un investisseur sur des titres est non seulement inscrit dans les livres de son intermédiaire direct, mais est également inscrit séparément dans les livres dans lesquels les droits (y compris les droits d'autres investisseurs pour lesquels il agit en qualité d'intermédiaire) de cet intermédiaire sont inscrits.

Dans le premier système de détention, l'intermédiaire direct détiendra tous les droits détenus pour le compte des investisseurs dans un compte unique (souvent désigné sous le terme de compte général *« omnibus account »*), qui peut être désigné comme un compte de titres détenu pour le compte de la clientèle. Ce compte ne comportera aucune information sur l'identité ou les droits des clients individuels. Dans une telle structure, les comptes des investisseurs sont désignés dans ce Rapport sous le nom de comptes « fongibles »[41].[42]

---

[34] Beaucoup de titres émis par des sociétés et des institutions gouvernementales sont représentés par un certificat.
Toutefois, dans beaucoup de cas l'émetteur émettra un ou plusieurs certificats *global* ou *jumbo* représentant, si ce n'est la totalité, la quasi-totalité des actions émises et en circulation de la société ou des obligations de l'émission concernée : les certificats individuels ne seront pas remis ou, dans certains cas, seront uniquement remis à des investisseurs qui en ont fait la demande. Le certificat global ou jumbo est émis et détenu par l'organisme de compensation ou le dépositaire compétent, selon le cas, et les détentions sont représentées par des comptes détenus par l'organisme de compensation ou le dépositaire ; c'est pourquoi les titres sont *immobilisés* – voir ci-dessous. Pour une présentation d'une émission obligatoire globale, voir Mouy / De Vauplane, « Dématérialisation et titres internationaux », *Revue Banque*, No 565, décembre 1995, p. 56.

[35] Une émission de titres peut être complètement dématérialisée lorsque les détenteurs n'ont jamais le droit de demander que des certificats soient émis, ou elle peut être partiellement dématérialisée, lorsque les détenteurs qui souhaitent détenir des certificats doivent les demander.

[36] Par exemple, dans les pays où le droit de propriété sur un titre nominatif représenté par un support matériel (certificat) est transmis par la remise du certificat, la consultation du registre n'établira pas en elle-même le titre de propriété – en effet, dans certains cas, le registre peut ne pas refléter la véritable situation dans la mesure où la possession du certificat prime en matière de titre de propriété.

[37] Un bon exemple d'un titre dématérialisé est le bon du Trésor américain *(Treasury security)*. Ces titres sont conservés dans un système d'inscription en compte mis en œuvre par le *Federal Reserve System* agissant pour le compte du Trésor américain *(United States Treasury)* et la propriété des titres est enregistrée dans les livres des *Federal Reserve Banks*. Seules les banques qui sont membres du *Federal Reserve System* et certaines autres parties détiennent des comptes auprès des *Federal Reserve Banks*. Ainsi, ces banques membres, en plus de la détention de leurs propres titres, agissent en outre en tant qu'intermédiaires pour leurs clients et d'autres institutions financières. Les Règlements concernés désignent les droits inscrits dans les livres de ces intermédiaires sous le nom de « droits sur titres » *(securities entitlements)* utilisant ainsi la terminologie de l'art. 8 de l'U.C.C. (voir *infra*, p. 36).
La France a introduit un régime de dématérialisation complète des titres. La France a toutefois maintenu la distinction entre les titres au porteur et les titres nominatifs. En ce qui concerne les titres au porteur, le transfert s'opère par le virement d'un compte ouvert dans les livres d'un intermédiaire financier habilité à un autre compte tenu par un intermédiaire financier habilité. En ce qui concerne les titres nominatifs, la cession doit être inscrite dans le registre de l'émetteur tenu par ses soins ou par un mandataire désigné par l'émetteur.
Il existe aussi certaines formes « hybrides » de titres, tel que le *German Federal Debt*, qui est émis sous une forme entièrement dématérialisée mais dans la mesure où les titres émis sont détenus par l'intermédiaire de *Clearstream Banking Francfort*, ces titres sont constatés *(evidenced)* par un certificat global détenu par Clearstream. Un autre exemple existe au Pérou où certains titres peuvent être détenus par des investisseurs sous une forme matérialisée, mais une fois qu'ils sont déposés auprès de Cavali, le dépositaire central de titres péruvien, ils sont dématérialisés. Pour une description de Clearstream et du fonctionnement des dépositaires centraux de titres, voir *infra*, note 45 et texte s'y rapportant.

[38] Les titres immobilisés peuvent être définis comme des titres qui sont seulement « inscrits en compte » (« *book-entry-only* » ou « BEO ») dans des circonstances où l'ensemble de l'émission est détenu sous la forme immobilisée. Par exemple, lorsqu'un certificat global représentant l'ensemble de l'émission est détenu par un dépositaire et qu'il n'y a aucune possibilité pour des détenteurs individuels *(individual holders)* d'obtenir des certificats définitifs et que les droits de ces détenteurs individuels ne peuvent être transférés que par inscription en compte auprès du dépositaire ou de tout autre intermédiaire.

[39] Voir *supra*, p. 14. Pour plus de détail sur la structure et le fonctionnement des systèmes de détention indirecte en général, voir *infra*, p. 24 et s.

[40] Voir l'exemple de la Suisse, *infra*, p. 64 et s.

[41] Il est vrai que la plupart des titres, même lorsqu'ils sont détenus directement, sont purement « fongibles » dans le sens où les titres d'une même émission ne peuvent pas, à moins qu'ils ne soient spécifiquement numérotés, être distingués les uns des autres et donc considérés comme équivalents. Toutefois, l'utilisation du terme « fongible » plus généralement en relation avec un compte, est utile pour souligner la caractéristique fondamentale de l'absence d'identification spécifique de l'investisseur individuel au niveau supérieur de la chaîne de titres.

[42] Pour une description plus détaillée des comptes fongibles et non fongibles, voir Goode, *op. cit.* (note 5), p. 116-117.

Rapport Bernasconi

Accordingly, the classifications are not of fundamental importance in the context of this Report, and except where indicated, no distinction is drawn between different categories of securities. Nevertheless, it may be helpful here briefly to describe the main terms which are in frequent use.

Securities are certificated if the issuer issues one or more certificates in respect of them. Such a certificate may be a document of title, in the sense that possession or delivery of it will of itself confer proprietary rights over the securities; alternatively, the certificate may merely be evidence of title, with some other or additional document being required to transfer proprietary rights. Certificates may be issued either in respect of individual holdings or in the form of one or more "jumbo" or "global" certificates created in respect of the entire issue.[34] Uncertificated securities are securities in respect of which no certificate is issued.[35]

The expression "bearer" securities generally refers to securities which are represented solely by physical certificates or other documents of title, each of which gives the bearer rights with respect to the securities which it represents; the issuer maintains no register or other record of the identity of individual owners of the bearer securities. Registered securities are securities in respect of which such a register is maintained. The register may or may not be the conclusive record of ownership of the securities.[36]

A dematerialised security, in the full sense of the word, is a security the issue and holding of which are evidenced solely by computerised or electronic entries in a system maintained by the issuer or by a recordholder acting for the issuer.[37]

The expression "physical securities" is generally used to refer to certificated securities.

Securities may be *immobilised* through an arrangement under which most or all of the securities of an issue are held by one or more depositories and interests in or in respect of the securities are represented by accounts maintained by the depository.[38] As we have seen, such an arrangement is a key feature of the indirect holding system.[39]

All these categories of securities can be held either directly or through accounts with one or more tiers of intermediaries. The differences between the categories are not important for the functioning and practical operation of the indirect holding system, though they may in some cases be important when the legal nature of the investor's interest in the securities needs to be determined.[40]

E. *"Fungible" / "omnibus" versus "non-fungible" / "traceable" accounts*

A key distinction for the purposes of this Report is that between:

(i) holding patterns under which an investor's interest in respect of securities is recorded solely on the books of the immediate intermediary with whom the investor's account is maintained, and

(ii) holding patterns under which the investor's interest not only is recorded on the books of its immediate intermediary but also is separately recorded on the books in which that intermediary's interests (including interests of other investors for whom it acts as intermediary) are recorded.

Under the former holding pattern, the immediate intermediary will hold all its interests held for investors in a single account (often referred to as an "omnibus account"), which may be designated as a "customers" account but which will not include any information about the identity or entitlements of individual customers. The accounts of investors under this structure are referred to in this Report as "fungible"[41] accounts.[42]

[34] Many securities issued by corporations and governmental bodies are still issued in *certificated* form. In many instances, however, the issuer will issue one or more *jumbo* or *global* certificates representing most, if not all, of the issued and outstanding shares of the corporation's stock or bonds of the relevant issue: individual certificates either will not be issued at all or, in some cases, will only be issued to investors who specifically request them. The jumbo or global certificate is issued to and held by the appropriate clearing corporation or depository institution, and individual holdings are represented by accounts held with the clearing corporation or depository institution; the securities are therefore immobilised (for a description of the term "immobilised", see below in text). For a presentation of a global bond issue, see Mouy / De Vauplane, "*Dématérialisation et titres internationaux*", *Revue Banque*, No 565, Deventer 1995, p. 56.

[35] An issue of securities may be wholly uncertificated, where holders never have the right to request the issue of certificates, or partially uncertificated, where holders who wish to hold certificates may request them.

[36] For example, in jurisdictions where title to a certificated registered security may pass by delivery of the certificate, examination of the register alone will not establish the position as to title – indeed, the register may in some instances not reflect the true position, since possession of the certificate may confer the best title.

[37] A good example of an uncertificated security is a United States *Treasury security*. Such securities are maintained in the book-entry system operated by the Federal Reserve System on behalf of the United States Treasury, and ownership of the securities is recorded on the books of the Federal Reserve Banks. Only banks which are members of the Federal Reserve System and certain other parties have accounts with the Federal Reserve Banks. Accordingly, member banks, in addition to holding their own securities, also act as intermediaries for their clients and other financial institutions. The relevant regulations refer to the interests recorded on the books of such intermediaries as "securities entitlements", using the terminology of Art. 8 of the U.C.C. (see *infra*, p. 37).
France has introduced a fully dematerialised securities regime. It has, however, maintained the distinction between securities in bearer form (*titres au porteur*) and securities in registered form (*titres nominatifs*). In respect of bearer securities, transfer occurs from an account in the books of an authorised financial intermediary to another account held with an authorised financial intermediary. In respect of registered securities, the transfer needs to be recorded on the register maintained by the issuer or by the agent designated by the issuer.
There are also certain "hybrid" forms of securities, for example, German Federal Debt, which is issued in entirely dematerialised form, but to the extent that securities of the issue are held through Clearstream Banking Frankfurt, those securities are evidenced by a global certificate held by Clearstream. Another example exists in Peru, where certain securities can be held by investors in certificated form, but once they are deposited in Cavali, the Peruvian central securities depository, they are dematerialised. For a description of Clearstream and the operation of central securities depositories, see *infra*, footnote 45.

[38] Immobilised securities may be referred to as "book-entry only" or "BEO" securities in circumstances where the entire issue is held in immobilised form – for example, where a global certificate representing the entire issue is held by a depository, with no facility for individual holders to obtain definitive certificates and interests of individual holders are transferable only through book entries in accounts maintained by the depository or by other intermediaries.

[39] See *supra*, p. 15; for more details on the structure and functioning of indirect holding systems in general, see *infra*, p. 25 *et seq.*

[40] See the example of Switzerland, *infra* p. 65 *et seq.*

[41] It is true that most securities, even directly held securities, are strictly "fungible" in the sense that securities of the same issue cannot, unless specifically numbered, be distinguished one from another and are therefore treated as equivalent. However, the use of the term more generally in relation to accounts is helpful in pointing to the key feature of absence of specific identification of the individual investor at the higher level.

[42] For a more detailed description of fungible and non-fungible accounts, see Goode, *op. cit.* (footnote 5), pp. 116-117.

Dans le second système, chaque intermédiaire constituant un maillon dans la chaîne entre les investisseurs et l'émetteur tiendra des comptes distincts ou des sous-comptes dans lesquels sont inscrits l'identité et les droits d'investisseurs spécifiques. Les comptes de ce type sont désignés dans ce Rapport sous le nom de comptes « non fongibles » ou « traçables ».

IV. Structure du présent Rapport

Le présent Rapport se divise en trois parties. Dans la Partie I, nous expliquerons *la structure de base et le fonctionnement du système de détention indirecte* (qu'on appelle aussi « système de détention à plusieurs niveaux »). En effet, pour savoir quelle règle de conflit de lois s'applique aux opérations effectuées par l'intermédiaire d'un tel système, il est nécessaire d'en tracer d'abord les grandes lignes. Dans la Partie II, nous analyserons *comment la nature juridique du droit de* l'investisseur sur des titres détenus dans un système de détention indirecte peut être *caractérisée* (droits de propriété, créances contractuelles, droit portant sur le titre (*security entitlement*)). Bien que la Convention proposée *n'aura pas* d'incidence sur les différents types de droit retenus par les règles de droit matériel nationales, cette question doit être examinée dans le contexte de l'analyse des règles de conflit de lois, car c'est seulement après avoir déterminé *quel* droit s'applique aux titres que nous pourrons alors savoir *où* ce droit se situe (*lex rei sitae*). *L'analyse des règles de conflit de lois* fera l'objet de la Partie III du présent Rapport.

Partie I : Le système de détention indirecte (à plusieurs niveaux)

SECTION 1 – LA STRUCTURE DU SYSTÈME DE DÉTENTION INDIRECTE

Les systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres ont été développés au fil des ans pour satisfaire aux nouveaux besoins d'un marché en constante évolution. Le règlement au moyen de la livraison physique de supports matériels (certificats) à l'acheteur ou à son mandataire a bien fonctionné jusque dans les années 1960, lorsque la forte augmentation du volume des transactions a saturé le système : le volume colossal de titres papiers devant être déplacés d'un bout à l'autre du globe a commencé à poser des problèmes de logistique insurmontables, ce qui a finalement conduit à la célèbre « crise de l'engorgement du papier » (*paperwork crisis*) de *Wall Street* à la fin des années 1960[43]. Cette crise a été l'élément déclencheur d'un certain nombre d'innovations juridiques, réglementaires et pratiques relatives aux systèmes de compensation et de règlement-livraison. L'un des principaux objectifs visés lors de la réorganisation du système a été d'immobiliser les volumes considérables de titres papiers existants, voire de les supprimer. Cet objectif a été atteint par la mise en place du système de détention indirecte ou système de détention à plusieurs niveaux.

Comme son nom l'indique, cette structure repose sur divers niveaux, chacun d'eux comprenant souvent un nombre croissant d'entités, ce qui confère à la structure un caractère *pyramidal*[44]. Le niveau supérieur est constitué des *dépositaires centraux de titres nationaux et internationaux* (les DCTs et DCTIs respectivement ; en anglais les *CSDs* et *ICSDs*), dans les livres desquels d'importants blocs de titres d'émetteurs différents sont immobilisés ou regroupés. La plupart (sinon la totalité) des titres émis par de nombreux Etats et par un grand nombre de grandes sociétés sont détenus par ces institutions[45]. Dans le cas d'émissions représentées par des supports matériels (certificats), ces supports matériels qui attestent ou représentent les titres, sont conservés dans le coffre-fort du DCT ou dans les coffres-forts du conservateur ou du sous-conservateur du DCT. Les titres nominatifs détenus par le DCT sont

[43] Se reporter aux références données par Reber, *op. cit.* (note 31), p. 9, note 23. Alors qu'en 1960 le volume moyen de négociation à la Bourse de New York était d'environ 3 millions d'actions par jour, en 1968 ce volume a été multiplié par quatre pour atteindre presque 13 millions d'actions par jour (*Securities Industry Study. Report of the Subcommittee on Commerce and Finance of the Committee on Interstate and Foreign Commerce, House of Representatives*, 1972, p. 1, 3). En comparaison, en 1999, le volume moyen de négociation quotidien était de plus de 809 millions d'actions par jour (< http://nyse.com/pdfs/activity99.pdf >).

[44] Se reporter par exemple à Goode, *op. cit.* (note 31), p. 22 ; Reber, *op. cit.* (note 31), p. 9-10.

[45] Le plus ancien DCT est le *Wiener Giro- und Cassenverein*, fondé en Autriche en 1872, suivi plus tard par le *Kassenverein* allemand, qui fait aujourd'hui partie de Clearstream International. Le prédécesseur de la Sicovam, le DCT français actuel, trouve ses origines lors de la seconde guerre mondiale. Les projets de la bourse de New York en vue de créer une entité similaire aux Etats-Unis avant la seconde guerre mondiale n'ont pas abouti ; ce fut seulement après la crise de l'engorgement du papier que *la Depository Trust Company* de New York, (couramment désignée sous le nom de DTC) fut créée. En septembre 1999, *la Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC)* fut créée en tant que nouvelle société holding ayant comme filiales le DTC et la *National Securities Clearing Corporation* (NSCC). Aujourd'hui, la DTC est le plus important dépositaire central de titres. En 1999, la société détenait en conservation 2 millions d'actions et de titres de créance représentant plus de 23 trillions USD. Elle traite plus de 250 millions de confirmations d'opérations institutionnelles chaque année. En 1999, la DTC a effectué plus de 189 millions de livraisons par inscription en compte représentant une valeur de plus de 94 trillions USD. De plus en plus, la DTC traite tant des émissions non américaines que des émissions américaines, et tant les participants non-américains que les participants américains. NSCC traite en pratique toutes les opérations entre courtiers, les opérations sur actions et obligations des communes et des sociétés aux Etats Unis. Pour plus d'information, se reporter aux sites Internet du DTCC (< http://www.dtcc.com >), DTC (< http ://www.dtc.org >) et NSCC (< http://www.nscc.com >).
Les plus importants DCTIs sont Euroclear et Clearstream (anciennement Cedel). Créé en 1968 par la succursale de Bruxelles de *Morgan Guaranty Trust Company of New York* suite à la « crise de l'engorgement du papier », le *Système Euroclear* est devenu l'un des plus importants systèmes au monde de compensation et de règlement-livraison de titres négociés à l'échelle internationale. En 1999, le volume total des transactions effectuées dans son cadre a atteint 43.6 trillions EUR. Le Système Euroclear accepte plus de 130 000 titres, notamment des titres de créance négociés à l'échelle internationale, des titres convertibles, des bons de souscription et des actions. En 1972, Euroclear a été cédé à l'*Euroclear Clearance System Public Limited Company* (ECSplc., R.-U.), qui est elle-même détenue par 119 des plus grandes banques mondiales, ainsi que par des entreprises d'investissement (*brokers / dealers*) et autres institutions financières qui utilisent activement le Système Euroclear en qualité de participants. En 1986, ECSplc. a octroyé une licence du Système Euroclear à l'*Euroclear Clearance System Société Coopérative*, une société coopérative belge constituée en vue de permettre à un plus grand nombre d'utilisateurs de détenir une participation. La succursale de Bruxelles de *Morgan Guaranty* continue toutefois de gérer le système. Ce rôle sera repris au début de 2001 par un nouvel établissement *Euroclear Bank*, détenue par les intervenants du marché, sous réserve de l'obtention des autorisations réglementaires requises. En mars 2000, Euroclear et Sicovam ont annoncé leur projet de fusionner complètement les deux entités. La fusion devrait entrer en vigueur au début de 2001. La valeur annuelle du volume des opérations réglées par les entités fusionnées sera supérieure à 80 trillions EUR. Pour plus d'information à ce sujet, se reporter au site Internet d'Euroclear (< http://www.euroclear.com >).
Cedel signifie *Centrale de Livraison de Valeurs Mobilières* et a été constituée en 1970 sous la forme d'une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois par 66 institutions financières de onze pays en tant que structure neutre et indépendante des marchés financiers. Elle est actuellement détenue par 92 institutions financières européennes, américaines et asiatiques. En 1999, Cedel International (la société mère du groupe Cedel) a annoncé sa fusion avec *Deutsche Börse Clearing AG* afin de créer une chambre de compensation européenne, *Clearstream International*. Au début de l'an 2000, en échange d'une participation de 50 %, Cedel International a apporté à Clearstream International l'ensemble de ses activités de compensation, de règlement et de conservation de titres. Cedel International continue d'exister comme société holding représentant les intérêts de ses actionnaires. Dans la nouvelle forme sociale, les activités de compensation et de règlement sont exercées par deux filiales, *Clearstream Banking Luxembourg* et *Clearstream Banking Francfort*. Ces entités juridiques détiennent en conservation des titres représentant une valeur de plus de 9 trillions EUR ; elles effectuent le règlement et la compensation de 500.000 opérations par jour et plus de 150 millions d'opérations par an. Pour plus d'information à ce sujet, se reporter au site Internet de *Cedel International* (< http://www.cedelinternational.com >).

Under the latter holding pattern, each intermediary in the chain between investors and the issuer will maintain separate accounts or sub-accounts in which the identity and interests of specific investors are recorded. Accounts of this kind are referred to in this Report as "non-fungible" or "traceable" accounts.

IV. The structure of the present Report

This Report is divided into three parts. In Part One, we explain *the basic structure and functioning of the indirect holding system* (often also referred to as the *multi-tiered* holding system). In order to ascertain the relevant conflict of laws rule for transactions effected through the indirect holding system, it is necessary to begin by portraying its essential traits and features. In Part Two, we analyse *how* the *legal nature* of the *investor's interest* in respect of securities held in an indirect holding system might be *categorised* (property rights, contractual claims, security entitlements). Although the proposed Convention will *not* affect the different types of interest provided for under national substantive laws, this question needs to be addressed in the conflict of laws analysis, as it is only after having determined *what* the interest in the securities is that one may properly ascertain *where* this interest lies (*lex rei sitae*). The actual *conflict of laws analysis* is discussed in Part Three of the Report.

Part One: The indirect (multi-tiered) holding system

SECTION 1 – THE STRUCTURE OF THE INDIRECT HOLDING SYSTEM

Securities clearance and settlement systems have developed over time to respond to new demands of the changing market. Settlement by physical delivery of certificates to the buyer or the buyer's agent worked adequately until the 1960s, when a sharp increase in trading volumes overwhelmed the system: the gigantic amount of paper that had to be physically moved around the globe began to pose insurmountable logistical problems, eventually leading to the famous "paperwork crisis" on Wall Street in the late 1960s.[43] This provided the impetus for a number of legal, regulatory and operational innovations to clearance and settlement systems. One of the most important objectives of the restructured system was to immobilise the vast amount of paper, if not eliminate it altogether. This goal was achieved by introducing the indirect or multi-tiered holding system.

As its name suggests, this structure is made up of various tiers, often with an increasing number of entities involved in each of the tiers, thus making the structure look like a *pyramid*.[44] The top tier comprises *national* and *international central securities depositories* (CSDs and ICSDs, respectively), where large pools of securities of different issuers are immobilised or otherwise concentrated. Most (if not all) of the issues of many governments and major corporations are held by such institutions.[45] In the case of certificated issues, the actual certificates evidencing or representing the securities are kept either in the vault of the CSD itself or in the vault of the CSD's custodian or sub-custodian. Registered securities held by the CSD are entered

[43] See references in Reber, *op. cit.* (footnote 31), p. 9, footnote 23. Whereas in 1960 the average trading volume on the New York Stock Exchange was around 3 million shares per day, by 1968 this had more than quadrupled to almost 13 million shares per day (Securities Industry Study, Report of the Subcommittee on Commerce and Finance of the Committee on Interstate and Foreign Commerce, House of Representatives, 1972, pp. 1, 3). As a comparison, in 1999 the average daily trading volume was over 809 million shares per day (< http://nyse.com/pdfs/activity99.pdf >).

[44] See *e.g.*, Goode, *op. cit.* (footnote 31), p. 22; Reber, *op. cit.* (footnote 31), pp. 9-10.

[45] The oldest CSD was the *Wiener Giro- und Cassenverein*, founded in 1872 in Austria, which was later followed by the German *Kassenverein*, now part of Clearstream International. The predecessor of Sicovam, the present French CSD, was established during World War II. Plans of the New York Stock Exchange to set up a similar entity in the United States before World War I did not materialise; it was only after the paperwork crisis that The Depository Trust Company (DTC) was established. In September 1999, The Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) was established as a new holding company that has as its subsidiaries DTC and the National Securities Clearing Corporation (NSCC). Today, DTC is the world's largest CSD. In 1999, the company had custody of over 2 million equity and debt securities issues worth $23 trillion. It processes more than 250 million institutional trade confirmations yearly. During 1999, DTC processed more than 189 million book-entry deliveries valued at more than $ 94 trillion. Increasingly, DTC is servicing non-US issues as well as US issues, and non-US participants as well as US participants. NSCC processes practically all broker-to-broker equity and corporate and municipal bond trades in the US. For more information, see the websites of DTCC (< http://www.dtcc.com >), DTC (< http://www.dtc.org >) and NSCC (< http://www.nscc.com >).

The most important ICSDs are Euroclear and Clearstream (formerly Cedel). Founded in 1968 by the Brussels office of Morgan Guaranty Trust Company of New York following the "paperwork crunch", the Euroclear System has become one of the world's largest clearance and settlement systems for internationally traded securities. In 1999, its turnover amounted to EUR 43.6 trillion. Over 130,000 securities are accepted in the Euroclear System, covering internationally traded debt instruments, convertibles, warrants and equities. In 1972, Euroclear was sold to the Euroclear Clearance System Public Limited Company (ECSplc, UK), which in turn is owned by 119 of the world's major banks, broker / dealers and other financial institutions actively using the Euroclear System as participants. In 1986, ECSplc licensed the Euroclear System to the Euroclear Clearance System Société Coopérative, a Belgian cooperative corporation formed to give more users an opportunity to participate in ownership. Morgan Guaranty Brussels, however, continues to operate the system. This role will be taken over by a new, market-owned Euroclear Bank in early 2001, subject to obtaining all regulatory approvals. In March 2000, Euroclear and Sicovam announced their plans to fully merge the two entities. The merger is expected to become effective in early 2001. The annual turnover value of transactions settled in the merged entities will then surpass EUR 80 trillion. For more information, see the website of Euroclear (< http://www.euroclear.com >).

Cedel stands for *Centrale de Livraison de Valeurs Mobilières* and was incorporated in 1970 as a limited company under Luxembourg law by 66 financial institutions from eleven countries as a neutral and independent capital markets *infra*structure. It is currently owned by 92 financial institutions from Europe, the Americas and Asia. In 1999, Cedel International (the parent company of the Cedel group) announced a merger with *Deutsche Börse Clearing AG* to create a European clearing house, Clearstream International. At the beginning of 2000, Cedel International contributed its entire clearing, settlement and custody business to Clearstream International in return for a 50% participation. Cedel International remains as a holding company representing the interests of its shareholders. Under the new corporate structure, clearing and settlement activities are conducted by two subsidiaries, Clearstream Banking Luxembourg and Clearstream Banking Frankfurt. These entities have custody of securities' issues worth more than EUR 9 trillion; they settle and clear 500,000 transactions a day and more than 150 million transactions per year. For more information, see the website of *Cedel International* (< http://www.cedelinternational.com >).

inscrits dans les registres de l'émetteur au nom du DCT ou d'un prête-nom *(nominee)*[46].

Le niveau suivant est constitué d'un nombre restreint d'institutions financières, de courtiers, de dépositaires ainsi que d'autres investisseurs professionnels, qui ont des liens contractuels directs avec les DCTs et dont les droits sur des titres font l'objet d'une inscription en compte auprès d'un DCT[47]. Ces intermédiaires sont désignés sous le nom de *participants* du DCT[48]. Ces participants, à leur tour, détiennent dans leurs comptes des droits sur ou se rapportant à des titres, soit pour leur compte propre, soit pour le compte de leurs clients tels que des investisseurs institutionnels, des particuliers, ou d'autres intermédiaires, et ainsi de suite jusqu'à ce que les comptes soient détenus par les investisseurs. En conséquence, il peut y avoir un nombre variable de niveaux entre les investisseurs des titres au bas de la structure et les titres eux-mêmes situés chez le DCT ou inscrits au nom du DCT (ou de son conservateur, sous-conservateur ou de ses prête-noms). Cette structure permet à l'émetteur de traiter avec une seule entité, le DCT[49]. Le DCT traite lui-même avec un nombre restreint d'acteurs importants, qui traiteront à leur tour avec un plus grand nombre de participants plus modestes, et ainsi de suite de haut en bas de la pyramide.

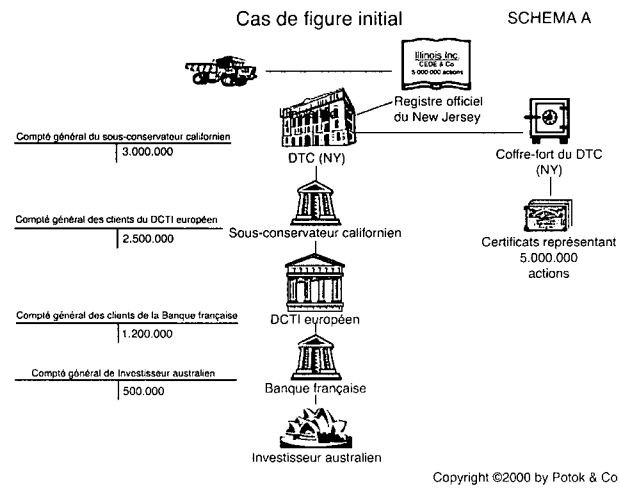
Les investisseurs n'apparaissent pas dans les registres tenus par l'émetteur ou pour le compte de l'émetteur[50] et ils n'ont pas davantage la possession effective des certificats. Dans les registres d'un DCT figurent les titres détenus pour le compte de ses divers participants, et dans les registres de chacun de ses participants figurent les titres détenus pour le compte de leurs différents clients[51].

Dans le cadre d'un système de détention indirecte, il apparaît que c'est le *compte* plutôt que le *certificat* qui est la source du droit de l'investisseur[52].

L'efficacité du système de détention indirecte est encore améliorée du fait que la plupart des DCTs et des intermédiaires ont pour pratique de détenir les titres dans des « masses fongibles » *(fungible pools)*. Dans une telle structure, les participants ou les clients n'ont alors plus le droit de demander la livraison de titres spécifiques, mais ont seulement le droit de demander que leur soient restitués des titres de l'émission, de même nature correspondant à la même émission et selon la quantité correspondant à ceux qui sont inscrits à leur compte. Nous examinerons dans la Partie II ci-dessous les conséquences d'une telle structure sur l'analyse juridique des droits des DCTs, des intermédiaires et de leurs clients[53]. La notion de fongibilité est essentielle pour assurer la liquidité des émissions[54]. Elle permet également de réduire les coûts administratifs liés à la conservation des titres.

De nos jours, la grande majorité des titres couramment négociés sont détenus dans le cadre d'un système d'intermédiaires[55].

Le schéma A ci-dessous illustre un *cas de figure type*[56] dans un système de détention indirecte.



L'Investisseur australien est une société constituée à Sydney, en Australie. Par le biais du système de détention indirecte, il détient des droits sur 500.000 actions d'*Illinois Inc.*

Illinois Inc. est constitué dans l'Etat de l'Illinois, aux Etats-Unis. *Illinois Inc.* a 5.000.000 d'actions en circulation. Les actions sont toutes détenues par DTC, qui est constitué dans l'Etat de New York et dont le lieu principal des activités est à New York[57]. DTC conserve dans son coffre-fort à New York les certificats *(physical certificates)* représentant les actions d'*Illinois Inc. Illinois Inc.* tient un registre de ses actionnaires à Newark, dans le New Jersey par l'intermédiaire d'un mandataire teneur de compte *(registrar)*, NJ Registrar, situé à Newark. Le prête-nom de DTC, Cede & Co., est inscrit dans le registre des actionnaires en

[46] Aux Etats-Unis, dans les registres des actionnaires des grandes sociétés dont les actions sont cotées en bourse, une seule et même entité – Cede & Co. – est généralement inscrite en tant qu'actionnaire nominatif d'environ 83% de toutes les actions cotées à la Bourse de New York, 72% de toutes les actions négociées sur le Nasdaq et 91% de tous les titres de créance émis par des sociétés, cotés à la Bourse de New York. Cede & Co. est le prête-nom (*nominee*) utilisé par DTC : se reporter à cet égard à *The American Law Institute, National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, Uniform Commercial Code, Official Text – 2000, Revised Article 8* (révision de 1994), notes préliminaires, p. 655 (ci-après désigné le U.C.C. 2000).

[47] Dans certains pays, tels que la Suède et la Finlande, les investisseurs ainsi que les intermédiaires ont la possibilité de détenir directement des titres auprès du DCT concerné. En Norvège, les investisseurs domestiques doivent détenir directement leurs comptes auprès du DCT.

[48] A titre d'exemple, la DTC compte quelque 600 participants – principalement des entreprises d'investissement (*brokers dealers*), des banques et des dépositaires, se reporter à U.C.C. 2000, *op. cit.* (note 46), p. 655. Euroclear compte environ 1.900 participants situés dans plus de 80 pays.

[49] Dans certains cas, par exemple pour les actions Daimler-Chrysler, les émissions peuvent être structurées de façon à ce que les titres soient détenus par deux ou plusieurs DCT. Voir par exemple Dietrich Schefold, « *Grenzüberschreitende Wertpapierübertragungen und internationales Privatrecht – Zum Kollisionsrechtlichen Anwendungsbereich von § 17a Depotgesetz* », *IPRax*, 2000, p. 470, note 18 et texte s'y rapportant.

[50] Toutefois, les règles du droit des sociétés peuvent autoriser ou exiger qu'un émetteur obtienne des informations portant sur l'identité des ayant droit sur les titres – par exemple, pour les besoins du vote ou afin de déterminer le niveau de certaines participations. Ces règles ne font pas partie des règles régissant la propriété et ne sont pas déterminantes, en ce qui concerne les droits patrimoniaux. La *lex societatis* continuera bien évidemment de régir les problèmes pouvant survenir entre l'émetteur et ses actionnaires, tels que les droits de vote.

[51] Concernant les titres nominatifs en France, voir *infra*, p. 34.

[52] Se reporter, par exemple, à Goode, *op. cit.* (note 31), p. 23 ; voir aussi De Vauplane, « De la détention nationale à la détention internationale de titres : où sont les titres ? », Annexe au *Rapport du Conseil National du crédit et du Titre, Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, Paris, mai 1997, p. 157.

[53] *Infra*, p. 30 et s.

[54] Certains DCTs et intermédiaires acceptent de détenir des droits pour le compte de participants ou de clients, sur une base non fongible, c'est-à-dire identifiable (se reporter toutefois aux commentaires *infra*, p. 32 ; pour une analyse d'une application possible de la Convention proposée à des structures non-fongibles, voir *infra*, p. 56). Au Canada, les titres détenus dans un tel compte et effectivement enregistrés ou devant être enregistrés au nom du client sont connus sous le nom de « *customer name securities* » à l'opposé des titres détenus sur une base commune (fongible), qui sont connus sous le nom de « *customer pool fund securities* ».

[55] Pour des exposés plus détaillés sur le système de détention indirecte, se reporter aux renvois faits dans Guynn / Marchand, *op. cit.* (note 13), p. 52, note 6.

[56] Pour des raisons de clarté, les exemples utilisés dans ce Rapport n'impliquent que des actions émises par une seule société. Les scénarios se produisant en pratique, notamment lorsque des portefeuilles de titres sont remis en garantie, seront souvent beaucoup plus complexes. Toutefois, nous pensons qu'un scénario simplifié suffit à illustrer les problèmes concernés.

[57] DTCC a son centre administratif à New York City. Le centre opérationnel et les installations informatiques de DTC et de NSCC sont situés dans l'Etat de New York. Les bureaux de représentation sont situés à Chicago, San Francisco et Londres (données provenant du site Internet de DTCC: < http://www.dtcc.com >)

in the issuer's records under the name of the CSD or a nominee.[46]

The next tier consists of a limited number of financial institutions, brokers, depositories and other professional investors who have direct contractual relationships with the CSDs and who hold their interests in securities in book-entry accounts with a CSD.[47] These intermediaries are called the *participants* of the CSD.[48] These participants, in turn, hold in their accounts interests in or in respect of securities either for themselves or for their customers, such as institutional or retail investors or further intermediaries, and so forth until accounts are held for the investors. As a result, there may be a variable number of tiers between the investors at the bottom of the structure and the securities themselves located with or registered in the name of the CSD (or its custodian, sub-custodians or nominees). This structure allows the issuer to deal with a single entity, the CSD.[49] The CSD, in turn, deals with a limited number of large players, who in turn will deal with a greater number of smaller participants, and so on through the pyramid.

The investors do not appear on any register of ownership maintained by or on behalf of the issuer,[50] nor do they have actual possession of certificates. The records of a CSD show the securities held on behalf of its various participants, and the records of each such participant show the securities held on behalf of their individual customers.[51]

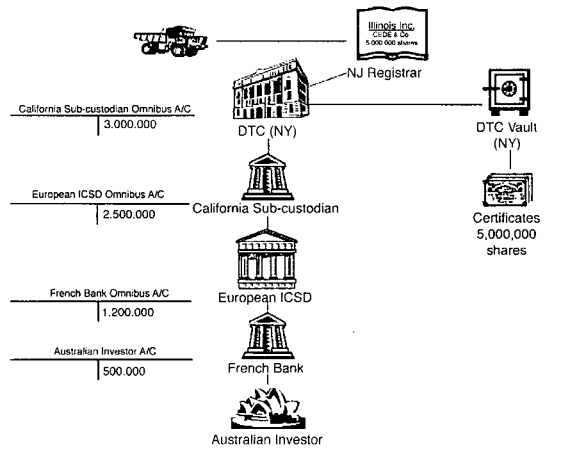
Within an indirect holding system, it becomes apparent that it is the *account* rather than the *certificates* that is the source of the investor's entitlement.[52]

The efficiency of the indirect holding system is further improved by the practice of most CSDs and intermediaries of holding securities in *fungible pools*. Under this structure, participants or customers lose the right to call for delivery of specific securities and have instead the right to call for securities of the issue, type and quantity corresponding to their book-entry holdings. The effect of this structure on the legal analysis of the rights of CSDs, intermediaries and their customers is examined in Part Two below.[53] This concept of fungibility is critical to ensure liquidity of issues.[54] Fungibility also reduces the administrative costs associated with the custody of securities.

Today, the great majority of actively traded securities are held through a system of intermediaries.[55]

Here is a *typical fact pattern*[56] under the indirect holding system. The fact pattern is schematically depicted in figure A below:

Initial Fact Pattern — FIGURE A



Copyright ©2000 by Potok & Co

Australian Investor is a corporation formed in Sydney, Australia. It holds an interest in respect of 500,000 Illinois Inc. shares through the indirect holding system.

Illinois Inc. is incorporated in Illinois in the United States. Illinois Inc. has 5,000,000 shares outstanding. They are all held through DTC, which is incorporated and has its principal place of business in New York.[57] DTC keeps the actual physical certificates representing the Illinois Inc. shares in its vault in New York. Illinois Inc. maintains a share register in Newark, New Jersey, with a registrar, NJ Registrar, located there. DTC's nominee, Cede & Co., is

[46] In the United States, the shareholder records of large corporations whose shares are publicly traded generally show a single entity – Cede & Co. – as the registered owner of approximately 83% of all shares listed on the New York Stock Exchange, 72% of all shares traded on Nasdaq and 91% of all corporate debt securities listed on the New York Stock Exchange. Cede & Co. is the nominee name used by DTC: see The American Law Institute, National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, Uniform Commercial Code, Official Text – 2000, Revised Article 8 (1994 Revision), Prefatory Note, p. 655 (hereinafter U.C.C. 2000).

[47] In some countries, for example Sweden and Finland, it is possible for investors as well as intermediaries to hold accounts directly with the relevant CSD. In Norway, in fact, local investors must hold directly with the CSD.

[48] By way of example, DTC has some 600 participants – primarily broker-dealers, banks and depositories, see U.C.C. 2000, *op. cit.* (footnote 46), p. 655. Euroclear has approximately 1,900 participants located in more than 80 countries.

[49] In some instances, for example, Daimler-Chrysler shares, issues may be structured so that the securities are held through two or more CSDs. See *e.g.*, Dietrich Schefold, "*Grenzüberschreitende Wertpapierübertragungen und Internationales Privatrecht – Zum kollisionsrechtlichen Anwendungsbereich von § 17a Depotgesetz*", *IPRax* 2000, p. 470, footnote 18 and accompanying text.

[50] However, rules of corporate law may entitle or require an issuer to obtain details of the identity of persons entitled to, or interested in, securities – for example, for purposes of voting or of ascertaining the level of particular holdings. Such rules do not form part of the rules governing ownership and will not determine the position as regards proprietary rights. The *lex societatis*, will of course continue to govern matters between the issuer and its members, such as voting rights.

[51] With respect to *titres nominatifs* in France, see *infra*, p. 35.

[52] See *e.g.*, Goode, *op. cit.* (footnote 31), p. 23, and De Vauplane, "*De la détention nationale à la détention internationale de titres : où sont les titres ?*", *Annexe au Rapport du Conseil National du Crédit et du Titres, Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, Paris, mai 1997, p. 157.

[53] See *infra*, p. 31 *et seq.*

[54] Some CSDs and intermediaries also agree to hold interests for participants or customers on a non-fungible, that is, identifiable basis (see also the comments *infra*, p. 33); for an analysis of the possible application of the proposed Convention to such non-fungible structures, see *infra*, p. 57. In Canada, securities held in such an account and actually registered or in the process of being registered in the name of the customer are known as "customer name securities" in contrast to securities held on a pooled basis, which are known as "customer pool fund securities".

[55] For more detailed presentations of the indirect holding system, see the references in Guynn / Marchand, *op. cit.* (footnote 13), p. 52, footnote 6.

[56] For the sake of simplicity, the examples used in this Report involve only shares of a single company. The fact patterns occurring in practice, particularly where portfolios of securities are provided as collateral, will often be much more complicated. However, we believe that the simplified fact pattern illustrates the relevant issues.

[57] DTCC maintains its management headquarters in New York City. The operations centre and data-processing facilities for DTC and NSCC are located in New York State. Representative offices are located in Chicago, San Francisco and London (information from the website of DTCC at < http://www.dtcc.com >).

tant qu'actionnaire nominatif des 5.000.000 d'actions en circulation d'*Illinois Inc.*

Le droit de propriété de l'Investisseur australien sur les 500.000 actions d'*Illinois Inc.* est matérialisé par une inscription en compte au crédit du compte intitulé « compte de l'Investisseur australien » ouvert auprès de son intermédiaire, la Banque française, qui a son siège à Paris.

La Banque française, à son tour, détient des droits sur les actions d'*Illinois Inc.* correspondants aux droits de l'Investisseur australien ainsi qu'aux droits d'autres clients de la Banque française. Ces droits font l'objet d'inscriptions en compte créditées à un compte intitulé « compte général des clients de la Banque française » (*French Bank Omnibus Customer Account*) ouvert dans les livres du DCTI européen. Dans l'ensemble, la Banque française détient pour ses clients (y compris l'Investisseur australien) des droits sur 1.200.000 actions d'*Illinois Inc.*

Le DCTI européen, à son tour, détient des droits correspondant aux droits de la Banque française sur les actions d'*Illinois Inc.* ainsi qu'aux droits d'autres participants au sein du système DCTI européen. Ces droits font l'objet d'inscriptions en compte crédités à un compte intitulé « compte général des clients du DCTI européen » *(European ICSD Omnibus Customer Account)* ouvert dans les livres du sous-conservateur du DCT européen pour les Etats-Unis. Ce sous-conservateur est situé à Los Angeles, en Californie. Au total, le DCTI européen détient pour ses clients (y compris la Banque française) des droits sur 2.500.000 actions d'*Illinois Inc.*

Le Sous-conservateur de Californie, à son tour, détient des droits correspondant aux droits du DCTI européen sur des actions d'*Illinois Inc.*, ainsi qu'aux droits d'autres clients du Sous-conservateur de Californie. Ces droits font l'objet d'inscriptions en compte créditées à un compte intitulé « compte général du Sous-conservateur de Californie » (*California Sub-Custodian Omnibus Account*) ouvert dans les livres de DTC. Au total, le Sous-conservateur de Californie détient pour lui-même et ses clients (y compris le DCTI européen) des droits sur 3.000.000 actions d'*Illinois Inc.*

Chacun des intermédiaires détient, dans ce système de détention indirecte, des droits sur une masse de titres non affectés, fongibles ou non individualisés, de sorte qu'aucun de ses titulaires de compte n'a de droit sur des titres spécifiques détenus par l'intermédiaire du niveau supérieur. Ainsi, par exemple, les contrats de conservation *(custody agreements)* conclus par la Banque française prévoient que l'Investisseur Australien et les autres clients de la Banque française n'ont droit à aucun des titres spécifiques détenus dans le « compte général des clients de la Banque française ». De même, les Conditions Générales du DCTI européen précisent qu'aucun titulaire de compte auprès du DCTI européen n'a de droits sur des titres spécifiques détenus par le DCTI européen auprès de sous-conservateurs ou de dépositaires centraux de titres.

Si, dans le présent scénario, l'Investisseur australien désire constituer des droits sur ses actions *Illinois Inc.* en faveur d'un prêteur, en vertu d'un contrat de nantissement dont les aspects contractuels sont soumis par les parties au droit anglais[58], il est nécessaire pour le prêteur, avant de conclure l'opération, de connaître les conditions devant être remplies pour qu'il soit assuré d'obtenir des droits qui prévaudront sur ceux des tiers (y compris les droits du liquidateur en cas de faillite de l'Investisseur australien).

Pour pouvoir répondre à cette question, le prêteur (le bénéficiaire de la garantie) doit pouvoir déterminer quel droit régira les aspects patrimoniaux de la transaction. Dans le cas de figure envisagé, plusieurs possibilités paraissent envisageables, dont :

(i) le droit de l'Illinois, en tant que droit de l'Etat dans lequel l'émetteur des titres sous-jacents est constitué ?

(ii) le droit du New Jersey, en tant que droit du lieu du teneur de compte des titres sous-jacents ?

(iii) le droit de l'Etat de New York, en tant que droit du lieu où sont conservés les certificats matérialisant les titres sous-jacents ?

(iv) le droit de l'Etat de New York, en tant que droit du siège du DCT national ?

(v) le droit de la Californie, en tant que droit du siège du Sous-conservateur du DCTI européen ?

(vi) le droit belge, en tant que droit du siège du DCTI européen ?

(vii) le droit français, en tant que droit du lieu de localisation de l'intermédiaire de l'Investisseur australien ?

(viii) le droit anglais, en tant que droit choisi par le constituant de la sûreté et le bénéficiaire de la sûreté, dans le contrat de nantissement ?

(ix) le droit anglais, en tant que droit du siège du bénéficiaire de la sûreté ?

(x) le droit australien, en tant que droit du siège du débiteur (le constituant de la sûreté) ?

Nous reviendrons à ce cas de figure modèle dans la Partie III du présent Rapport.

SECTION 2 – IMPORTANCE DU SYSTÈME DE DÉTENTION INDIRECTE

De nos jours, le système de détention indirecte régit la plus grande partie des titres à travers le monde. Le système répond aux besoins d'un marché mondial : non seulement il a pour effet de réduire les coûts de traitement et de règlement ainsi que les risques habituels de perte, de vol et de contrefaçon liés à un système de détention directe[59], mais le transfert de droits sur des titres effectué par de simple inscriptions en compte passées dans les livres d'un ou de plusieurs intermédiaires permet aussi de disposer de façon rapide et efficace de ces droits, tant pour les opérations domestiques que pour les opérations transfrontalières. Comme le temps requis pour effectuer les règlements a diminué et que ces droits peuvent rapidement être transférés, le système de détention indirecte est plus efficace que le système classique de détention directe. La rapidité avec laquelle les opérations sont réalisées s'est accrue et continue de croître. L'efficacité du système de détention indirecte a été améliorée par la pratique de la *compensation (netting)*[60], qui permet aux intervenants du marché de réduire leurs risques de crédit, ainsi que par le fait que les opérations sont habituellement effectuées sur la base d'une *livraison contre règlement* (DVP)[61] dans le cadre d'un système de détention indirecte.

[58] Le terme « nantissement » est utilisé ici dans son sens large (*supra*, p. 18) ; il est probable qu'il s'agisse en l'espèce d'une « sûreté » de droit anglais *(fixed charge)*.

[59] *Supra*, p. 14.

[60] Le *netting* consiste en une compensation conventionnelle des positions ou des obligations réciproques de partenaires commerciaux ou de participants à un système de règlement-livraison, de manière à réduire le nombre des positions ou d'obligations individuelles. Guynn / Marchand, *op. cit.* (note 13), p. 55, note 21. La compensation est une technique et un sujet complexe dont la description n'entre pas dans le champs du présent Rapport.

[61] Cela signifie que les espèces et les titres sont échangés simultanément sous forme d'inscription en compte informatisée. Le fait que la livraison contre règlement (DVP - *Delivery Versus Payment*) soit simultanée, élimine le risque que le vendeur livre des titres sans avoir reçu paiement de l'acheteur ou que

recorded in the share register as the registered owner of the 5,000,000 outstanding Illinois Inc. shares.

Australian Investor's ownership interest in respect of the 500,000 Illinois Inc. shares is reflected by a book entry credited to an account entitled "Australian Investor Account" at its intermediary, French Bank, located in Paris.

French Bank, in turn, holds interests in respect of the Illinois Inc. shares corresponding to Australian Investor's interest, together with interests of other customers of French Bank, through book entries credited to an account entitled "French Bank Omnibus Customers Account" on the books of a European ICSD. In total, French Bank holds for all its customers (including Australian Investor) interests in respect of 1,200,000 Illinois Inc. shares.

European ICSD, in turn, holds interests corresponding to French Bank's interests in respect of the Illinois Inc. shares, together with interests of other participants in the European ICSD system, through book entries credited to an account entitled "European ICSD Omnibus Customers Account" on the books of the ICSD's sub-custodian in the United States, California Sub-custodian, located in Los Angeles, California. In total, European ICSD holds for all its customers (including French Bank) interests in respect of 2,500,000 Illinois Inc. shares.

California Sub-custodian, in turn, holds interests corresponding to European ICSD's interests in the Illinois Inc. shares, together with interests of other customers of California Sub-custodian, through book entries credited to an account entitled "California Sub-custodian Omnibus Account" on the books of DTC. In total, California Sub-custodian holds for itself and all its customers (including European ICSD) interests in respect of 3,000,000 Illinois Inc. shares.

Each of the intermediaries in this indirect holding system holds interests in securities on an unallocated, fungible or pooled basis – that is, on terms that none of its account holders has an interest in any specific securities held by the intermediary at a higher level. Thus, for example, French Bank's custody agreements provide that Australian Investor and French Bank's other customers are not entitled to any specific securities held in the "French Bank Omnibus Customers Account". Similarly, European ICSD's Terms and Conditions specify that no European ICSD account holder has any interest in any specific securities held by European ICSD with sub-custodians or central securities depositories.

In this situation, if Australian Investor wishes to provide its interests in the Illinois Inc. shares to a credit provider under a pledge mechanism the contractual aspects of which have been submitted by the parties to English law,[58] the credit provider needs to know before entering into the transaction which requirements have to be fulfilled so as to ensure that the credit provider will receive an interest that will prevail over the interests of third parties (including the interests of the liquidator should Australian Investor enter insolvency).

In order to assess this question, the credit provider (collateral taker) needs to ascertain which jurisdiction's law will govern the proprietary aspects of the transaction. In the current fact pattern there are a number of possibilities – among others, is it:

(i) Illinois law, as the law of the place of incorporation of the issuer of the underlying securities?

(ii) New Jersey law, as the law of the place of the register for the underlying securities?

(iii) New York law, as the law of the place where the underlying security certificates are kept?

(iv) New York law, as the law of the place of the national CSD?

(v) California law, as the law of the place of European ICSD's sub-custodian?

(vi) the law of the place where European ICSD is located?

(vii) French law, as the law of the place of Australian Investor's intermediary?

(viii) English law, as the law chosen by collateral provider and collateral taker in the pledge agreement?

(ix) English law, as the law of the place of the collateral taker?

(x) Australian law, as the law of the place of the debtor (collateral provider)?

We return to this fact pattern in Part Three of this Report.

SECTION 2 – IMPORTANCE OF THE INDIRECT HOLDING SYSTEM

Today, the indirect holding system accounts for the vast majority of securities around the world. The system caters to the needs of a global marketplace: it reduces the processing and settlement costs and risks of loss, theft and counterfeiting associated with a direct holding system,[59] and the transfer of interests in securities by mere accounting entries on the books of one or more intermediaries also allows for a rapid and efficient disposition of those interests, both domestically and across borders. The fact that the settlement time frames have shrunk and that these interests can be rapidly transferred enhances the efficiency of the indirect holding system compared to a traditional direct holding structure. The velocity of transactions has grown and continues to grow. The efficiency of the indirect holding system is further enhanced by the practice of *netting*,[60] under which market participants are able to limit their credit exposure, and by the fact that transactions within indirect holding systems are usually settled on the basis of *delivery versus payment* (DVP).[61]

[58] Using "pledge" in the broad sense explained above (see *supra*, p. 19); the document is likely to be termed a "fixed charge" under English law.

[59] See *supra*, p. 15.

[60] Netting is an agreed offsetting (compensation) of mutual positions or obligations by trading partners or participants in a settlement system so that a large number of individual positions or obligations are reduced to a smaller number of positions or obligations. Guynn / Marchand, *op. cit.* (footnote 13), p. 55, footnote 21. Netting is a technical and complex subject, a full description of which is beyond the scope of this Report.

[61] This means that cash and securities are exchanged simultaneously in electronic book-entry form. The fact that DVP is simultaneous eliminates the risk

SECTION 3 – TRANSFERTS AU SEIN DU SYSTÈME DE DÉTENTION INDIRECTE

Pour effectuer un transfert de titres entre deux investisseurs qui sont clients d'un même intermédiaire dans un système de détention indirecte, il suffit de procéder à des écritures de débit ou de crédit du compte dans les livres de cet intermédiaire. Aucune livraison physique des titres, ni d'inscription dans les registres de l'émetteur n'est requise. La seule écriture est celle d'une inscription passée dans les comptes concernés des investisseurs ouverts dans les livres de l'intermédiaire ; aucune inscription n'est passée dans les livres des intermédiaires du niveau supérieur ou de l'émetteur[62]. Quant à ces derniers, rien n'est changé en ce qui concerne la détention des titres ou des écritures s'y rapportant. Ainsi, dans la plupart des cas, seules les parties à l'opération connaissent l'identité du détenteur final des titres[63].

Dans le cas où les deux investisseurs détiennent leurs droits sur des titres par le biais de différents intermédiaires, le transfert de ces titres sera sensiblement plus complexe. L'intermédiaire du cédant fera créditer le type de titre à créditer en quantité appropriée au compte de l'intermédiaire du cessionnaire dans les livres d'un DCT ou de tout autre intermédiaire auprès duquel l'intermédiaire du cédant et du cessionnaire détiennent leur compte[64]. On rappellera à nouveau qu'il n'y a aucune livraison physique des titres et qu'aucune inscription n'est effectuée dans les livres de tout intermédiaire du niveau supérieur ou de l'émetteur.

Les détails techniques d'un transfert effectué dans le cadre d'un système de détention indirecte seront exposés ci-dessous (à l'aide de schémas)[65].

En résumé, il est indubitable que la mise en place des DCTs et l'instauration en découlant, de systèmes de transferts par inscription en compte, ont permis d'accroître de manière significative l'efficacité des transferts de titres. Cela a conduit le Groupe des trente (G30)[66] à recommander en 1989 que chaque marché national mette en place un DCT pour la détention des titres dans le marché concerné[67]. À ce jour, la plupart des pays dans le monde ont adopté le principe d'un système de détention indirecte, bien que leurs modalités puissent varier d'un pays à l'autre[68].

Partie II : La nature juridique des droits sur les titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte

SECTION 1 – LES ANALYSES JURIDIQUES TRADITIONNELLES – LES DROITS DE PROPRIÉTÉ DIRECTE ET LE PROBLÈME DE LA CONFUSION AU SEIN DE LA MASSE DES TITRES

Le modèle juridique de base de propriété de titres est celui de la *détention directe* de ces titres. Dans le cas de titres *au porteur*, le propriétaire a la possession directe des titres. Dans le cas des titres *nominatifs*, le nom du propriétaire est inscrit dans un registre tenu par l'émetteur ou par un tiers pour le compte de ce dernier. Le droit du propriétaire est, dans ces deux cas, un droit de propriété directe[69].

Le concept de droit de propriété directe est toutefois difficile à appliquer à un système de détention indirecte. En effet, en vertu des principes juridiques traditionnels, la confusion de biens fongibles éteint les droits de propriété directe des propriétaires des biens confondus. Selon les principes classiques qui s'appliquaient tant dans les systèmes de *common law* que de *droit civil* et dont les origines remontent au droit romain[70], la personne qui remet des biens à un dépositaire conserve tous ses droits sur ces biens, pour autant que les biens déposés ne soient pas *confondus* avec des biens semblables du dépositaire ou d'autres déposants. En revanche, s'il s'agit de biens fongibles, les conséquences dépendront des conditions dans lesquelles le dépôt est effectué. Le déposant ne disposera alors que d'une simple créance contractuelle en vue de la restitution de biens de même nature et de même quantité. Alternativement, le déposant dont les biens ont été confondus (*commingled*) au sein d'une masse (ci-après désigné par le terme « confusion ») bénéficiera d'une sorte d'indivision ou droit de copropriété avec les déposants sur l'ensemble de la masse confondue.

Pour des raisons d'efficacité expliquées plus haut, les dépositaires qui détiennent des titres pour le compte d'investisseurs recourent à la technique de comptes généraux fongibles de la clientèle (*commingled omnibus customers accounts*)[71]. Le principal effet de cette fongibilité est

l'acheteur effectue un paiement sans que les titres lui aient été transférés par le vendeur.

[62] Un exemple peut illustrer une opération utilisant le scénario décrit schématiquement dans le cas de figure A ci-dessus : l'Investisseur australien achète 1.500 actions d'*Illinois Inc.* par l'intermédiaire de la Banque française et l'Investisseur suisse vend 1.500 de ces mêmes actions par l'intermédiaire de la même banque ; l'opération peut être réalisée au moyen d'inscriptions en compte dans les livres de la Banque française : ni (i) les livres du DCTI européen montrant la position globale de la Banque française dans *Illinois Inc.*, (ii) ni les livres du Sous-conservateur de Californie montrant la position globale du DCTI européen dans *Illinois Inc.*, (iii) ni les livres de DTC montrant la position globale du Sous-conservateur de Californie dans *Illinois Inc.*, (iv) ni enfin les livres d'*Illinois Inc.* montrant la position globale de DTC dans *Illinois Inc.* n'ont besoin d'être modifiés pour faire état du règlement de cette opération. Il est facile de comprendre l'importance d'un mode aussi simple de règlement quand on sait qu'une seule grande banque peut agir en qualité de conservateur de titres pour plusieurs milliers d'organismes de placements collectifs, de fonds de pensions, d'autres investisseurs institutionnels, de banques, de maisons de titres (*securities firms*), et de clients individuels. Il se peut qu'un jour donné, les clients de cette banque aient conclu un grand nombre d'opérations et, qu'en même temps, seulement une toute petite partie de cet important volume de négociation entraîne une variation nette des positions de la banque dans les livres du DCTI européen.

[63] Guynn / Marchand, *op. cit.* (note 13), p. 53 ; Guynn, *op. cit.* (note 4), p. 23 ; Reber, *op. cit.* (note 31), p. 12.

[64] Lorsque les intermédiaires directs du cédant et du cessionnaire ne détiennent pas directement leurs droits respectifs sur les titres par le biais du même DCT ou du même intermédiaire du niveau supérieur, la situation sera plus complexe. En substance, un transfert par inscription en compte sera toujours effectué dans les livres de l'intermédiaire du niveau le plus bas ou un intermédiaire d'un niveau inférieur auprès duquel le cédant et le cessionnaire détiennent, directement ou indirectement, leurs comptes titres.

[65] *Infra*, p. 42 et s.

[66] Le Groupe des Trente, créé en 1978, est un organisme privé international, sans but lucratif, composé de représentants expérimentés du secteur public et privé ainsi que de représentants du monde académique. Il a pour but d'approfondir la compréhension des problèmes économiques et financiers internationaux et de rechercher quelles peuvent être les répercussions internationales des décisions prises dans le secteur public et privé et d'examiner les choix qui peuvent s'offrir aux praticiens du marché et aux décideurs politiques. Pour plus d'information, voir le site Internet du G30 (< http://www.group30.org >).

[67] Se reporter à la référence donnée fait dans Guynn / Marchand, *op. cit.* (note 13), p. 54, note 19.

[68] Se reporter aux autres renvois faits dans Guynn, *op. cit.* (note 5), p. 21 et 24.

[69] Dans certains pays, le droit de propriété sur des titres nominatifs est transmis par la livraison d'un certificat (*physical certificate*). Ceci n'affecte en rien le fait que le droit du propriétaire des titres est un droit de propriété directe.

[70] Se reporter à la référence donnée dans Guynn / Marchand, *op. cit.* (note 13), p. 56, note 24, et à Guynn, *op. cit.* (note 4), p. 20, notes 25 et 26.

[71] Voir *supra*, p. 22 pour la terminologie utilisée, et p. 26 pour des explications sur son efficacité. Pour un exemple d'un cas où la fongibilité des titres *n'est pas* permise, on pourrait faire mention de la *Streifbandverwahrung*, art. 2 du *Depotgesetz* allemand (pour plus de détails sur cette loi, voir *infra*, note 75). La *Streifbandverwharung* se réfère à la situation dans laquelle un intermédiaire détient dans ses coffres une liasse de titres papiers assemblés par un ruban sur lequel est inscrit le nom du propriétaire des titres ; bien que ce système date du siècle dernier, et ne soit plus utilisé pour de nouvelles émissions, certains intermédiaires allemands détiennent toujours de tels titres dans leurs coffres.

SECTION 3 – TRANSFERS WITHIN INDIRECT HOLDING SYSTEMS

In order to effect a transfer between two investors who are customers of a single intermediary in an indirect holding system, it is sufficient to make debit and credit entries in the books of that intermediary. No delivery of physical securities or entry on the issuer's register is required. All that happens is that a book entry is made in the relevant accounts of the investors on the books of the intermediary; no entries are made on the books of upper-tier intermediaries or the issuer.[62] As far as these are concerned, nothing changes with regard to actual possession or record ownership of the securities. Hence, in most cases, only the immediate parties to a transaction know the identity of the person ultimately entitled to the securities.[63]

In the case where the two investors hold their interests in respect of securities through different intermediaries, the transfer will be slightly more complicated; the transferor's intermediary will generally arrange for the appropriate quantity and type of securities to be credited to the transferee's intermediary in the books of a CSD or other intermediary with whom both the transferor's and the transferee's intermediary hold accounts.[64] Again, there is no delivery of physical securities and no entries are made on the books of any higher intermediary or the issuer.

The technical details of a transfer within indirect holding systems are presented below (with charts).[65]

In sum, there is no doubt that the establishment of CSDs and the related move to book-entry transfer systems have significantly increased the efficiency of the transfer of securities. These efficiencies led the Group of Thirty (G30)[66] to recommend in 1989 that each domestic market should establish a CSD to hold securities in the relevant market.[67] As of today, most jurisdictions around the world have adopted the principle of the indirect holding system, although the details often vary.[68]

Part Two: The legal nature of interests in securities held through indirect holding systems

SECTION 1 – THE TRADITIONAL LEGAL ANALYSIS – DIRECT PROPERTY RIGHTS AND THE PROBLEM OF COMMINGLING

The basic legal model of securities ownership is that of the *direct holding* of securities. In the case of *bearer* securities, the owner has direct possession of the certificates. In the case of *registered* securities, the owner's name is recorded on a register of the securities maintained by the issuer or by a third party on the issuer's behalf. Under both these patterns, the owner's interest is a direct property right.[69]

The concept of a direct property right becomes difficult to apply in the context of indirect holding systems. This is because under traditional legal principles commingling fungible property terminates direct property rights of owners of the individual commingled items. According to traditional principles which applied under both *common law* and *civil law* legal systems, and whose origins are rooted in Roman law,[70] a person who deposits property with a depository retains whatever property rights that person has in the property, as long as the deposited property is *not commingled* with similar property of the depository or of other depositors. If, however, the property is commingled, the consequences will depend on the precise terms on which deposits are made. The depositor may have only a contractual claim for the return of the same amount and type of property initially deposited; alternatively, the depositor whose property has been commingled may have some form of common or co-proprietary interest with other depositors in the commingled bulk.

For the reasons of efficiency explained above, depositories that hold securities for investors generally do so through commingled omnibus customers accounts.[71] The effect of such commingling is to *preclude the continuing existence of direct property rights* of individual owners in the specific

of a seller delivering securities without receiving payment from the purchaser, or of a purchaser making payment without receiving securities from the seller.

[62] An example may illustrate the operation using the fact pattern schematically depicted in Figure A above: Australian Investor buys 1,500 shares of Illinois Inc. through French Bank, and Swiss Investor sells 1,500 shares of Illinois Inc. through the same Bank; the trade can be settled by entries on French Bank's books. None of (i) European ICSD's books showing French Bank's total position in Illinois Inc., (ii) California Sub-custodian's books showing European ICSD's total position in Illinois Inc., (iii) DTC's books showing California Sub-custodian's total position in Illinois Inc., or (iv) Illinois Inc.'s books showing DTC's total position in Illinois Inc., need to be changed to reflect the settlement of this trade. It is easy to assess the importance of such a streamlined settlement if one considers that a single major bank may be acting as securities custodian for many thousands of mutual funds, pension funds, other institutional investors, other banks, securities firms and individual clients. On any given day, the customers of that bank may have entered into a large number of trades, and yet it is possible that relatively little of this trading activity will result in any net change in the bank's positions on the books of European ICSD.

[63] Guynn / Marchand, *op. cit.* (footnote 13), p. 53; Guynn, *op. cit.* (footnote 5), p. 23; Reber, *op. cit.* (footnote 31), p. 12.

[64] If the immediate intermediaries of the transferor and transferee do not hold their respective interests in respect of the securities directly through the same CSD or upper-tier intermediary, the position will be more complicated. Essentially, a book entry transfer will always be made on the books of the lowest level intermediary with which both the transferor and the transferee, or a lower intermediary through whom, directly or indirectly, they hold their interests, maintain securities accounts.

[65] See *infra*, p. 43 *et seq.*

[66] The Group of Thirty, established in 1978, is a private, non-profit, international body composed of very senior representatives of the private and public sectors and academia. It aims to deepen understanding of international economic and financial issues, to explore the international repercussions of decisions taken in the public and private sectors and to examine the choices available to market practitioners and policy makers. For further information, see the G30 website at < http://www.group30.org >.

[67] See the reference in Guynn / Marchand, *op. cit.* (footnote 13), p. 54, footnote 19.

[68] See Guynn, *op. cit.* (footnote 5), pp. 21 and 24, with further references.

[69] In some jurisdictions, title to registered securities may pass by delivery of a physical certificate. This does not affect the basic point that the interest of a direct holder of securities is a direct property right.

[70] See the reference in Guynn / Marchand, *op. cit.* (footnote 13), p. 56, footnote 24, and Guynn, *op. cit.* (footnote 5), p. 20, footnotes 25 and 26.

[71] See *supra*, p. 23 for the terminology used here, and p. 27 for the explanations on the efficiency. An example of a case where such commingling is not permitted, is the *Streifbandverwahrung* under Art. 2 of the German *Depotgesetz* (for a more detailed reference to this statute, see *infra* footnote 75). The *Streifbandverwahrung* refers to the situation where an intermediary holds in its vault bundles of physical certificates tied together by a ribbon on which the name of the actual owner of the certificates is mentioned; although this system goes back to the last century and is no longer used for new issues, some German intermediaries still hold such bundles in their vaults.

d'éteindre les droits de propriété directe des propriétaires individuels des titres sur les titres spécifiques détenus avant la confusion et de conférer à chaque investisseur, selon les termes de la convention conclue entre l'investisseur et le dépositaire, soit *un simple droit contractuel* de livraison de titres équivalents ou un *droit de copropriété* sur la masse de titres confondus.

Il existe plusieurs manières de traiter cette difficulté qui seront examinées dans la Section 2 ci-dessous.

SECTION 2 – RÉPONSES AU PROBLÈME DE LA CONFUSION AU SEIN DE LA MASSE DES TITRES

I. Absence de confusion

En principe, on peut préserver son droit de propriété directe en s'assurant qu'il n'y ait *pas confusion (commingling)*. Certains systèmes de dépôt offrent ainsi des comptes de titres non-fongibles dans lesquels le dépositaire identifie de manière distincte les titres attribuables aux divers investisseurs particuliers. Dans un tel cas, la détention pourrait se faire selon le mode suivant : (i) le droit de l'investisseur est inscrit dans un compte à son nom dans les livres de son intermédiaire ; (ii) à son tour, le droit de l'intermédiaire est inscrit dans les livres d'un sous-conservateur, dans un compte ou un sous-compte qui identifie non seulement l'intermédiaire mais aussi l'investisseur ; (iii) à son tour, le droit du sous-conservateur est inscrit dans les livres du DCT, dans un compte ou un sous-compte qui identifie non seulement le sous-conservateur mais aussi l'intermédiaire et l'investisseur.

Pour les motifs énoncés ci-dessus, toutefois, la plupart des titres sont détenus dans des comptes généraux de la clientèle (*omnibus customer accounts*) et aucune information n'est donnée au sujet des droits des investisseurs particuliers aux différents niveaux supérieurs du système de détention indirecte.

II. Simple droit contractuel (mere contractual right)

Une conséquence possible de la confusion des titres serait que les droits d'un investisseur à l'égard de l'intermédiaire direct ne soient plus des créances personnelles (*personal claims*) mais deviennent de simples *droits contractuels* portant sur la livraison de la quantité et la nature appropriée des titres. Il résulte de cette situation que l'investisseur devient entièrement dépendant de l'intégrité et de la solvabilité de son intermédiaire direct. L'investisseur court ainsi le risque que l'intermédiaire dispose des titres de manière illicite ou devienne insolvable. Dans cette éventualité, il pourrait se retrouver avec des droits de valeur amoindrie ou inexistante[72].

C'est pourquoi des structures se sont constituées, permettant aux investisseurs particuliers de pouvoir toujours disposer de droits protégés en cas de faillite de l'intermédiaire direct[73].

III. Droit de copropriété

Une possibilité consiste à traiter les titres fongibles détenus pour le compte des investisseurs comme une masse distincte de biens sur lequel les investisseurs détiennent une sorte de droit de copropriété[74].

La nature précise des droits d'un investisseur particulier à l'égard de cet ensemble distinct peut varier d'un pays à l'autre. Le régime de la copropriété peut soit résulter de l'adoption d'une loi nouvelle ou de l'aménagement de textes législatifs existants et peut impliquer une copropriété d'une masse de titres confondus ou d'un ensemble notionnel de titres.

A. *Copropriété d'ensembles de titres*

En Allemagne, le *Depotgesetz*[75] établit une distinction entre la *propriété exclusive*, qui est préservée en cas de conservation *ségréguée* de titres, et la *copropriété* en cas de conservation *collective* de titres (fongibles). Dans ce dernier cas, la loi confère au déposant (à l'investisseur) la copropriété des titres détenus par le dépositaire en conservation collective[76]. Le créancier gagiste qui obtient un nantissement sur une quote-part, juridiquement retraçable jusqu'à une masse de titres fongibles, est réputé avoir acquis la *possession notionnelle (constructive possession)* ou avoir la propriété par inscription dans un registre d'une fraction de l'ensemble des titres ou en être le *propriétaire inscrit*, même s'il n'a ni la possession directe ni la propriété par inscription dans un registre d'aucun élément de cette masse.

Un autre exemple de droit de propriété est la *Ley del Mercado de Valores* espagnol en vertu de laquelle un investisseur qui détient des titres nominatifs dématérialisés est considéré comme ayant un droit de copropriété dans une masse de titres fongibles[77].

Au Canada, les titres détenus auprès de CDS, le dépositaire central de titres canadien, par un courtier pour le compte de ses clients, sur le fondement d'un principe de fongibilité, sont considérés comme constituant une copropriété au *pro rata* des droits des investisseurs concernés. Aucun des investisseurs ne détient un « droit retraçable » jusqu'au niveau du registre de l'émetteur ou du compte de l'intermédiaire financier avec le DCT.

En Angleterre[78], le concept de copropriété résulte dans ce contexte d'une analyse traditionnelle du droit des *trusts :*

---

[72] Se reporter par exemple à Goode, *op. cit.* (note 5), p. 119 ; Guynn, *op. cit.* (note 4), p. 29-30, pour une présentation plus détaillée, se reporter à Dorothee Einsele, *Wertpapierrecht als Schuldrecht - Funktionsverlust von Effektenurkunden im internationalen Rechtsverkehr*, Tübingen 1995.

[73] Aux Pays-Bas, la conservation des titres qui n'est pas soumise au *Wet giraal effectenverkeer* (Loi portant sur la circulation de titres par virement), l'équivalent néerlandais du *Depotgesetz* allemand, est réalisée par des véhicules *ad hoc* qui n'ont aucune activité autre que la conservation de titres, évitant ainsi aux investisseurs d'encourir un risque sur l'intermédiaire ; voir Willem A.K. Rank, « *Custody of Securities in the Netherlands* », in *Vertrouwd met de Trust, Trust and Trust-like Arrangements*, Deventer 1996, p. 319-338.

[74] Se reporter par exemple à Ulrich Drobnig, « *Dokumenteloser Effektenverkeh » - Abschied vom Wertpapier? Dokumentelose Wertbewegungen im Effekten, Gütertransport- und Zahlungsverkehr*, Karl Kreuzer (ed.), Neuwied 1988, p. 24 à 27. Pour ce qui est de la Suisse, se reporter à l'art. 484 du Code des obligations et à l'art. 727 du Code civil ; voir aussi les commentaires *infra*, aux pages 64 et s. Se reporter également à Guynn / Marchand, *op. cit.* (note 13), p. 58.

[75] Le titre complet en allemand est le suivant : *Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren*, ce qu'on pourrait traduire en français par la « Loi relative au dépôt en garde et à l'acquisition de valeurs mobilières » (« la Loi relative au dépôt de valeurs mobilières » comme titre abrégé). Cette loi a été promulguée en 1896 puis révisée en 1937 ; d'importantes révisions ont également été adoptées en 1972, 1985 et 1994. Elle est actuellement désignée sous le nom de *Depotgesetz du 11 janvier 1995* (on peut consulter le texte allemand sur Internet (< http://www.jurathek.de/tom/gesetze/ >).

[76] Pour davantage de renseignements sur le *Depotgesetz* allemand, se reporter à Jürgen Than, *Cross-Border Safe Custody and Settlement of Securities Transactions : Some Aspects under German Law*, étude de l'*International Bar Association* (mentionnée *supra*, note 5), aux pages 73 à 77.

[77] Voir art. 8 à 10.

[78] Pour un aperçu du droit anglais, voir Goode, *op. cit.* (note 5), p. 119-121.

securities held prior to the commingling and to give each investor either *a mere contractual right* to the delivery of equivalent securities or *co-ownership* of the commingled fund of securities, according to the terms of the agreement between the investor and the depository.

There are a number of ways of dealing with this difficulty. These are discussed in Section 2 below.

SECTION 2 – RESPONSES TO THE PROBLEM OF COMMINGLING

I. No commingling

In principle, it is possible to preserve the direct property right by ensuring that there is *no commingling*. Some depository systems do offer the facility of non-fungible accounts in which securities attributable to individual investors are separately identified by the depository. Here the holding pattern could be as follows: (i) the investor's interest is recorded on the books of its intermediary in an account in the name of the investor; (ii) in turn, the intermediary's interest is recorded on the books of the intermediary's sub-custodian in an account or sub-account that identifies not only the intermediary but the investor as well; and (iii) in turn, the sub-custodian's interest is recorded on the books of the CSD in an account or sub-account that identifies not only the sub-custodian but the intermediary and the investor as well.

However, for the reasons explained above, the great majority of securities are held in omnibus customers accounts and no information about the interests of individual investors is recorded at the various upper levels of the indirect holding system.

II. Mere contractual right

One possible consequence of commingling would be that the rights of an investor against its immediate intermediary are no more than personal claims – that is, mere *contractual rights* to the delivery of the appropriate quantity of securities of the appropriate description. The fundamental difficulty with this is that the investor becomes wholly reliant on the integrity and solvency of its immediate intermediary. Should the intermediary wrongfully dispose of the securities or become insolvent, the investor would be exposed and could be left with rights of limited or no value.[72]

As a result, structures have evolved under which the individual investors continue to have rights that are protected in the event of the insolvency of the immediate intermediary.[73]

III. Co-proprietary right (co-ownership)

One model which has this effect is to treat the commingled securities held for investors as a separate pool of property in which the investors have some kind of co-proprietary interest.[74]

The precise nature of an individual investor's interest in this separate common pool may vary from jurisdiction to jurisdiction. The co-ownership regime may be either a statutory creation or a development of existing law and may involve co-ownership either of the actual pool of commingled securities or of a notional pool of securities.

A. *Co-ownership of actual pools of securities*

In Germany, the *Depotgesetz*[75] distinguishes between *sole ownership*, which is maintained in case of *separate* (segregated) safe custody of securities, and *co-ownership* in case of *collective* (commingled) safe custody. In the latter case, the law grants the depositor (investor) co-ownership of the securities held in collective safe custody by the depository.[76] A collateral taker who obtains a pledge on a fractional property right, which is legally traceable to an actual pool of fungible securities, is deemed to have acquired *constructive possession or record ownership* of a fractional portion of the actual pool, even though the collateral taker has no actual possession or actual record ownership of any of the pool.

Another example of co-proprietary rights is the Spanish *Ley del Mercado de Valores* under which an investor who holds dematerialised, registered securities is treated as having a co-proprietary right in a pool of fungible securities.[77]

In Canada, securities which are held by a broker for its customers on a commingled basis at CDS, the Canadian central securities depository, are regarded as owned in common, *pro rata*, by all the investors concerned. None of the investors has a traceable interest at the level of the issuer's register or the broker's account with the CSD.

In England,[78] the concept of co-ownership in this context is derived from a traditional trust law analysis: individual

[72] See *e.g.*, Goode, *op. cit.* (footnote 5), p. 119, Guynn, *op. cit.* (footnote 5), pp. 29-30; for a more detailed presentation, see *e.g.*, Dorothee Einsele, *Wertpapierrecht als Schuldrecht – Funktionsverlust von Effektenurkunden im internationalen Rechtsverkehr*, Tübingen 1995.

[73] In the Netherlands, the custody of securities that are not subject to the *Wet giraal effectenverkeer* (Securities Giro Transfer and Administration Act), the Dutch equivalent of the German *Depotgesetz*, is undertaken by special purpose vehicles which have no other activities, thereby in practice avoiding the investors being exposed to intermediary risk, see Willem A.K. Rank, "Custody of Securities in the Netherlands", in: *Vertrouwd met de Trust, Trust and Trust-like Arrangements*, December 1996, pp. 319-338.

[74] See *e.g.*, Ulrich Drobnig, "*Dokumenteloser Effektenverkehr*", in: *Abschied vom Wertpapier? Dokumentelose Wertbewegungen im Effekten, Gütertransport- und Zahlungsverkehr*, Karl Kreuzer (ed.), Neuwied 1988, pp. 24-27; for Switzerland, see Art. 484 of the Code of Obligations and Art. 727 of the Civil Code; see also the comments *infra*, p. 65 *et seq.* See also Guynn / Marchand, *op. cit.* (footnote 13), p. 58.

[75] The full title in German reads as follows: *Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren*; it may be translated into English as the "Law on the Safe Custody and Procurement of Securities" ("Law on Securities Deposits" for the short title). This law was initially enacted in 1896 and was revised in 1937, with important revisions being passed in 1972, 1985 and 1994. It is currently known as the *Depotgesetz of 11 January 1995* (the German text is available on the Internet (< http://www.jurathek.de/tom/gesetze/ >).

[76] For more details on the German *Depotgesetz*, see Jürgen Than, "Cross-Border Safe Custody and Settlement of Securities Transactions: Some Aspects under German Law", International Bar Association paper (mentioned *supra* in footnote 5), pp. 73-77.

[77] See Arts 8-10.

[78] For an overview of English law, see Goode, *op. cit.* (footnote 5), pp. 119-121.

les investisseurs particuliers sont considérés comme des copropriétaires en *equity* (co-bénéficiaires économiques – *beneficial co-owner*) de la masse des titres, que l'intermédiaire direct détient à titre de fiduciaire *(trustee)* pour le compte de ses clients[79].

B. *Copropriété d'ensembles notionnels de titres*

1. *Belgique – Arrêté royal No 62*

L'Arrêté royal belge No 62, adopté en 1967, était à l'origine conçu pour régir le transfert et le nantissement des droits sur les titres détenus par l'intermédiaire de l'agence de compensation nationale (CIK). L'article 13 de l'arrêté a étendu le champ d'application du dispositif de l'Arrêté Royal aux relations entre un affilié de la CIK et ses clients. L'arrêté a été modifié en 1995 pour préciser la nature du droit dont une personne est titulaire sur les titres qu'elle détient dans un système de détention indirecte[80]. Ce droit est considéré comme un *droit de copropriété sur une partie d'un ensemble notionnel de titres de même catégorie* détenus par l'intermédiaire pour le compte de l'ensemble des détenteurs[81]. En d'autres termes, l'Arrêté royal a transformé expressément ce qui aurait été de simples créances contractuelles à l'encontre d'intermédiaires belges en des droits de *copropriété* sur des ensembles *notionnels* de titres attestés uniquement par des inscriptions en compte dans les livres de l'intermédiaire, indépendamment de l'endroit où se trouvent les titres individuels ou les masses de titres fongibles[82]. L'Arrêté royal confère également à l'investisseur une action en *revendication*[83], qui peut être exercée en cas de faillite de l'intermédiaire[84].

2. *Luxembourg – Règlements grand-ducaux*

D'après l'interprétation d'éminents juristes[85], le droit d'un investisseur qui détient des titres au moyen de comptes tenus par un intermédiaire au Luxembourg est, selon le Règlement grand-ducal du 17 février 1971 (modifié en 1994 et en 1996)[86], un droit de *propriété sur un nombre donné de titres non individualisés du même type* détenus par l'intermédiaire dans une masse *(pool)* pour le compte de tous les propriétaires du même type de titres (art. 1 et 2). Tout comme l'Arrêté Royal, le règlement grand-ducal confère à l'investisseur une action en revendication qui peut être exercée en cas d'insolvabilité de l'intermédiaire (art. 9, par. 1)[87].

IV. Structure juridique n'impliquant pas de copropriété

Une autre réponse consiste à créer une structure juridique nouvelle qui garantit que les droits de propriété subsistent nonobstant la confusion qui découle des systèmes de détention indirecte mais sans adopter pour autant le concept d'une copropriété. Un certain nombre de pays ont adopté l'une des formes de cette réponse qui peut impliquer soit une nouvelle application des concepts traditionnels ou le développement d'une forme entièrement nouvelle du droit de propriété.

A. *France*

Conformément à l'article 94, alinéa 2, de la Loi No 81-1160 du 30 décembre 1981 entrée en vigueur le 3 novembre 1984, la France a mis en place un système de titres dématérialisés. Cette dématérialisation couvre toutes les catégories de titres émis en France. Ainsi, depuis 1984, les titres émis en France doivent être enregistrés dans un compte titres ouvert dans les registres de l'émetteur ou dans les livres d'un intermédiaire financier habilité, les titres papiers ayant disparu.

Le système dématérialisé continue de distinguer les titres au porteur (qui dans la pratique constituent la grande majorité des titres) des titres pour lesquels le nom de l'investisseur apparaît sur un registre tenu soit par l'émetteur lui-même (« titres au nominatifs purs ») soit par une tierce partie pour le compte de l'émetteur (« titres au nominatif administré »). En ce qui concerne les titres au porteur, l'inscription d'un investisseur en qualité de détenteur de titres inscrits dans un compte tenu par un intermédiaire financier habilité, confère à l'investisseur un droit de propriété sur les titres concernés. La Sicovam (le dépositaire central de titres français) et tout intermédiaire se trouvant entre la Sicovam et l'intermédiaire direct de l'investisseur, gèrent le système et tiennent les registres des comptes détenus aux différents niveaux de la chaîne des titres mais ne détiennent aucun droit de propriété sur les titres. L'introduction d'un système de dématérialisation des titres n'a pas modifié la nature juridique du droit de l'investisseur, qui reste un droit de propriété[88]. La législation a introduit plusieurs dispositions visant à protéger les investisseurs contre les risques spécifiques inhérents à un système de dématérialisation complète et notamment contre les conséquences de l'insolvabilité de tout intermédiaire[89].

Dans le cas de titres nominatifs, le registre tenu par ou pour le compte de l'émetteur constitue l'inscription définitive du droit de propriété[90].

---

[79] Dans le cas de titres au porteur, il est théoriquement possible de recourir à une analyse alternative fondée sur le dépôt fiduciaire *(bailment)*, mais une telle analyse ne s'étendra pas aux titres nominatifs ou aux titres dématérialisés et l'analyse fondée sur le trust est généralement suivie de nos jours. Voir Joanna Benjamin, *The Law of Global Custody*, London 1996 p. 44-46 ; *The Law of Global Interests in Securities*, Oxford 2000, Chap. 2 ; voir aussi *infra*, p. 64.

[80] Arrêté royal No 62 du 10 novembre 1967 favorisant la circulation des valeurs mobilières, modifié par des lois du 7 avril 1995. Une modification importante de la loi a été adoptée le 10 mars 1999 ; la modification de 1999 paraît sans objet pour le présent Rapport.

[81] Se reporter en particulier à l'art. 10 al. 1 de l'arrêté et le mémoire explicatif *(Explanatory Memorandum of the Act)* de la Loi du 6 avril 1995, Doc. Sénat (1994-1995) 1321/1, p. 10-12.

[82] Voir Van Ryn / Heenen, *Principes de droit commercial*, vol. III, 2e éd. 1981, Nos 162 et 164 ; et Guynn, *op. cit.* (note 5), p. 43-44 ; Guynn / Marchand, *op. cit.* (note 13), p. 58.

[83] L'action en revendication (*rei vindicatio* en droit romain) constitue une action *in rem*, dont le propriétaire dispose à l'encontre de toute personne en possession du bien et qui lui permet d'obtenir la restitution de la possession de ce bien.

[84] Art. 10, al. 2 de l'arrêté.

[85] Guynn, *op. cit.* (note 5), p. 44 ; voir aussi les commentaires du projet de loi à la note 86.

[86] Règlement grand-ducal du 17 février 1971 concernant la circulation de valeurs mobilières, modifié par un Règlement grand-ducal du 8 juin 1994, un Règlement grand-ducal du 7 juin 1996 et par une loi du 3 septembre 1996. Un projet de loi qui modifierait davantage le Règlement grand-ducal a été déposé par le gouvernement luxembourgeois le 16 août 2000. Si ce Règlement était adopté dans la forme actuelle du projet, la loi disposera sans équivoque que le déposant a un droit réel (droit in *rem*) de nature incorporelle sur l'intégralité des titres ou d'autres instruments financiers de même nature détenus auprès du dépositaire. Le texte disposera également que ce droit réel ne pourra être exercé qu'à l'encontre du dépositaire.

[87] Guynn, *op. cit.* (note 5), p. 44-45.

[88] Ce n'est pas un droit de copropriété qui n'est pas reconnu par le droit français du titre. Voir Frédéric Nizard, *La notion de titre négociable*, thèse Paris-II, juin 2000, qui soutient que puisque les certificats n'existent plus en droit français et que les droits d'un investisseur sont seulement matérialisés par des inscriptions dans des comptes fongibles, l'investisseur ne détient ni un droit de propriété ni un droit de copropriété, mais un « titre titularisé ».

[89] L'art. 30 de la Loi No 83-1 du 3 janvier 1983 dispose qu'en cas d'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire d'un établissement teneur de comptes, les droits des investisseurs sont transférés sur un compte tenu par un autre intermédiaire et sont donc isolés des conséquences de la faillite de l'établissement teneur de comptes.

[90] Il est important de noter que même si le nom de l'investisseur est inscrit

investors are regarded as being co-owners in equity (beneficial co-owners) of the pool of securities, which the immediate intermediary holds for its customers in a trustee or similar fiduciary capacity.[79]

B. *Co-ownership of notional pools of securities*

1. *Belgium: Royal Decree No 62*

Belgian Royal Decree No 62, adopted in 1967, was originally designed for the transfer and pledging of interests in securities held through the Belgian national clearing agency (CIK). Article 13, however, allowed for the extension of the scope of application of the Royal Decree to relations between a CIK affiliate and its customers. It was amended in 1995 to clarify the nature of a person's interest in securities held through indirect holding systems.[80] This interest is regarded as a *co-proprietary right to a portion of a notional pool of securities of the same type* held by the intermediary on behalf of the collective interest holders.[81] In other words, the Royal Decree has expressly transformed what would have been mere personal contractual claims against Belgian intermediaries into *co-proprietary* rights in *notional* pools of securities evidenced solely by book entries on the records of the intermediary, regardless of where the individual securities or actual pools of fungible securities are located.[82] The Royal Decree also grants the investor a right of *revendication*,[83] exercisable in the event of the insolvency of the intermediary.[84]

2. *Luxembourg: Grand-Ducal Decrees*

The Luxembourg Grand-Ducal Decree of 17 February 1971 (as amended in 1994 and 1996), as interpreted by leading lawyers,[85] defines the interest of an investor holding securities through accounts with an intermediary in Luxembourg as a right of *ownership in a given number of non-individually identified securities of the same type* held by the intermediary in a pool on behalf of all owners of the same type of securities (Arts 1 and 2).[86] As with the Royal Decree, the Grand-Ducal Decree also grants the investor a right of revendication, exercisable in the event of the insolvency of the intermediary (Art. 9, para. 1).[87]

IV. Legal structure not involving co-ownership

Another response is to create a legal structure which ensures that property rights continue to exist notwithstanding the commingling that arises from indirect holding systems, but without using a co-ownership concept. A number of countries have adopted a form of this response, which may involve either a new application of traditional concepts or the development of a completely new form of property right.

A. *France*

Pursuant to Article 94-II of law n° 81-1160 of 30 December 1981, which became effective on 3 November 1984, France introduced a fully dematerialised securities system. This system covers all types of securities issued in France. Thus, since 1984, securities issued in France must be registered in a securities account opened with the issuer or with an authorised financial intermediary and certificated securities no longer exist.

The dematerialised system continues to distinguish between securities which are treated as bearer securities ("*titres au porteur*", which in practice constitute the great majority of securities) and securities where the name of the investor appears on a register maintained either by the issuer itself ("*titres nominatifs purs*") or by a third party on behalf of the issuer ("*titres au nominatif administré*"). In relation to the former category, registration of an investor as the holder of securities in an account with an authorised financial intermediary gives the investor a property right in the securities concerned. Sicovam (the French CSD) and any intermediaries standing between Sicovam and the investor's immediate intermediary administer the system and maintain records of the accounts held at the various levels but do not have any proprietary rights in the securities. The introduction of a fully dematerialised system has not modified the legal nature of the investor's interest, which remains a property right.[88] The legislation incorporates a number of features to protect investors against the risks of a completely dematerialised system, in particular against the consequences of the insolvency of any intermediary.[89]

In the case of securities treated as *titres nominatifs*, the register maintained by or on behalf of the issuer constitutes the definitive record of title.[90]

---

[79] In the case of bearer securities, it is in theory possible to construct an alternative analysis based on bailment, but this will not extend to registered or dematerialised securities and the trust analysis is generally now followed. See Joanna Benjamin, *The Law of Global Custody*, London 1996, pp. 44-46; *The Law of Global Interests in Securities*, Oxford 2000, Chapter 2; see also *infra*, p. 65.

[80] *Arrêté royal No 62 du 10 novembre 1967 favorisant la circulation des valeurs mobilières*, as modified by a statute dated 7 April 1995. A subsequent revision of the law was promulgated by a statute dated 10 March 1999; the 1999 modification, however, does not appear to be relevant for the subject matter of this Report.

[81] See in particular Art. 10, para. 1 of the Decree, and the Explanatory Memorandum of the Act dated 6 April 1995, Doc. Senate (1994-1995), 1321/1, pp. 10-12.

[82] See Van Ryn / Heenen, *Principes de droit commercial*, vol. III, 2nd ed., 1981, Nos 162 and 164; Guynn, *op. cit.* (footnote 5), pp. 43-44; Guynn / Marchand, *op. cit.* (footnote 13), p. 58.

[83] A right of revendication (*rei vindicatio* in Roman Law) is an action *in rem*, available to the owner against any person in possession of the property, entitling the owner to the return of possession of the property.

[84] Art. 10, para. 2, of the Decree.

[85] Guynn, *op. cit.* (footnote 5), p. 44; see however comment on draft law in footnote 86.

[86] *Règlement grand-ducal du 17 février 1971 concernant la circulation de valeurs mobilières, modifié par un Règlement grand-ducal du 8 juin 1994, un Règlement grand-ducal du 7 juin 1996 et par une loi du 3 septembre 1996.* A draft law which would further amend the Grand-Ducal Decree was introduced by the Luxembourg Government on 16 August 2000. If adopted in the form of the draft, the law will clearly state that the depositor has a right *in rem* of an intangible nature on the entirety of the securities or other financial instruments of the same nature held with the depository. It will also provide that this right *in rem* can only be exercised against the depository.

[87] Guynn, *op. cit.* (footnote 5), pp. 44-45.

[88] It is not a co-proprietary right, which is not recognised under French securities law. See Frédéric Nizard, *La notion de titre négociable*, thèse Paris 2, June 2000, who argues that as certificates no longer exist and an investor's rights are only evidenced by book entries in fungible accounts, the investor holds neither a property right nor a co-proprietary right but rather a "*titre titularisé*".

[89] Art. 30 of law No 83-1 of 3 January 1983 provides that in the case of insolvency of the intermediary, investors' interests are transferred to an account of another intermediary and are therefore insulated from the effect of bankruptcy.

[90] It is worth noting that even though the name of the investor is recorded

B. *Italie et Brésil*

Le droit italien et brésilien disposent spécifiquement qu'un dépôt de titres, même détenus sur un principe de fongibilité *(commingled basis)*, est un dépôt « régulier »[91]. Le droit italien et le droit brésilien prévoient ainsi une fiction juridique quant à la capacité à identifier des titres spécifiques, ce qui assure les investisseurs de ne pas perdre le droit de « propriété » qu'ils ont sur des titres cotés en cas de défaut de leur intermédiaire ou de tout autre intermédiaire faisant partie de la chaîne de détention.

C. *Etats-Unis : version de 1994 de l'U.C.C. instaurant le concept de « droit sur titres »*[92]

L'article 8 de l'U.C.C. traite de titres d'investissement *(investment securities)*. Cette disposition a subi d'importantes modifications en 1994, après que la crise boursière d'octobre 1987 eut révélé les incertitudes auxquelles donnait lieu l'application des vieux principes prévus dans la version de 1978 de l'article 8, où l'on s'appuyait exclusivement sur un système de détention directe[93]. La version de 1994 est explicitement adaptée à la nouvelle réalité du marché que constitue le système de détention indirecte[94].

L'article 8 modifié définit expressément des termes clés comme « intermédiaire de titres » *(securities intermediary)*[95], « titres » *(securities)*[96] et « compte de titres » *(securities account)*[97]. Il indique également quelles sont les différentes obligations d'un tel intermédiaire envers les titulaires de comptes de titres ouverts dans ses livres[98]. L'élément le plus important, toutefois, est l'introduction du nouveau concept de « *droit sur titres* » *(securities entitlement)*[99]. En vertu de ce concept, l'investisseur ne dispose pas d'un droit de propriété « retraçable » jusqu'à un titre spécifique en dépôt dans un quelconque coffre-fort. Il dispose plutôt d'un ensemble de droits opposables à l'intermédiaire avec lequel il a un lien contractuel direct. Le professeur Rogers, le rapporteur officiel de l'article 8 modifié, a décrit ainsi la nature de ce nouveau concept :

« *Un droit sur titre n'est pas une créance à l'égard d'une chose précise que l'on peut identifier ; il s'agit d'un ensemble de droits qu'une personne peut opposer à l'intermédiaire de titres et sur ces actifs. Les règles de l'article 8 modifié relatives au système de détention indirecte ne font aucune place à un quelconque concept selon lequel on pourrait retracer des objets distincts entre les mains de personnes différentes. Le principe fondamental sur lequel reposent ces règles est plutôt que l'intermédiaire a l'obligation de veiller à ce que l'ensemble des droits pécuniaires et sociaux se rapportant aux titres détenus soient répercutés sur les titulaires de droits et que, par conséquent, ces titulaires de droits ne s'adressent qu'à l'intermédiaire pour l'exécution des obligations. Le titulaire de droits ne peut faire valoir ses droits directement contre d'autres personnes, comme les autres intermédiaires par le biais desquels l'intermédiaire détient les avoirs.* »[100] *(traduction)*

Ainsi, un droit sur titre constitue une sorte de *droit de propriété auquel s'ajoute un ensemble de droits* personnels *opposables à l'intermédiaire*[101]. Plus important encore, le détenteur des droits (l'investisseur) ne court pas de risques de crédit liés aux autres activités de l'intermédiaire. Si l'intermédiaire tombe en faillite, il désintéressera les créances de ses clients par affectation prioritaire des titres qu'il détient en portefeuille pour le compte de ses clients, les droits de ses clients étant de rang supérieur aux créances des créanciers chirographaires.

Ces éléments clés donnent une description d'un droit de propriété unique en son genre qui est au cœur du système de détention indirecte[102]. Ces éléments font que la recherche de la localisation du droit sur titre s'arrête au niveau de l'intermédiaire, le droit se situant là où est tenu le compte dans lequel il est inscrit.

SECTION 3 – LA CONVENTION PROPOSÉE NE VISE PAS À MODIFIER LES RÈGLES DE DROIT MATÉRIEL

En *résumé*, le droit d'un investisseur sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ou d'un conservateur peut, en principe, prendre l'une ou l'autre des formes suivantes :

(i) un *droit direct* détenu au moyen d'un compte distinct non fongible et *retraçable jusqu'*aux titres sous-jacents détenus par l'intermédiaire ou par le conservateur ;

(ii) un simple *droit* contractuel *(mere contractual right)*, visant la livraison d'une quantité donnée de titres ;

à la fois dans les registres de l'émetteur ou de son teneur de comptes officiel et sur ceux de son intermédiaire direct, il n'est pas inscrit pour autant dans des comptes ségrégés ou traçables auprès de la Sicovam ou de tout autre intermédiaire, ce qui signifie qu'il ne s'agit pas d'un compte non fongible. Voir *supra*, p. 22.

[91] Un dépôt régulier est un dépôt dans lequel le bien déposé peut être identifié distinctement ; par opposition, un dépôt est « irrégulier » lorsque le bien déposé est confondu avec d'autres biens pour former une masse fongible.

[92] L'ancienne version de 1978 de l'art. 8 définissait les droits des déposants comme des droits partiels ou des droits de copropriété que l'on pouvait retracer jusqu'à un ensemble de titres fongibles individualisés, voir Guynn / Marchand, *op. cit.* (note 13), p. 58. Ce modèle était donc similaire à celui de copropriété décrit à la page 20 ci-dessus. Les origines de l'art. 8 remontent à la Loi de 1896 sur les titres négociables *(Negotiable Instruments)* (titres de créance) et à la loi sur le transfert de valeurs mobilières de 1909 (actions). Cette loi devint l'art. 8 quand l'U.C.C fut promulgué en 1951.

[93] Se reporter à l'U.C.C. 2000, *op. cit.* (note 46), p. 653 et s.

[94] Comme il fallait s'y attendre, la révision d'une disposition aussi importante que l'art. 8 de l'U.C.C. a beaucoup inspiré les auteurs. Le nombre d'articles de revues de droit publiés sur le sujet est impressionnant, tant au plan de la qualité que de la quantité, mais on reconnaît généralement que l'exposé le plus complet et respecté sur l'art. 8 révisé a été écrit par son rédacteur officiel : James Steven Rogers, *« Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8 »*, (1996) 43 *U.C.L.A. L. Rev.* 1431. Se reporter également à l'exposé fort utile sur les éléments clés de l'art. 8 révisé de l'U.C.C., que l'on retrouve dans le rapport de la CHLC de 1997, *op. cit.* (note 8).

[95] Voir *infra*, p. 54.

[96] § 8-102(a)(15) ; se reporter également ci-dessous à la note 137 et au texte qui s'y rapporte.

[97] § 8-501(a).

[98] § 8-504 prévoit qu'un intermédiaire de titres doit disposer de suffisamment d'avoirs financiers pour pouvoir acquitter les créances de tous les titulaires de droits qu'il dessert. § 8-505 prévoit par exemple que les distributions, comme les versements de dividendes, effectués par l'émetteur de titres doivent être transmis au titulaire de compte de titres.

[99] Cette expression est définie comme suit au § 8-102(a)(17) : « les droits de propriété d'un détenteur de droits sur titres relativement à un actif financier visé à la partie 5 ». La partie 5 précise ensuite les divers droits de propriété que comporte un « droit sur titres ». – Les règlements américains relatifs au *Treasury / Reserve Automated Debt Entry System* (TRADES) font également appel au concept de droit sur titres. Ces règlements constituent les règles fédérales américaines applicables à la propriété, à la cession et au nantissement de la plupart des valeurs du gouvernement et des organismes gouvernementaux américains.

[100] Rogers, *op. cit.* (note 94), p. 1456-1457.

[101] Se reporter à l'U.C.C. 2000, *op. cit.* (note 46), p. 659-660.

[102] Le 15 septembre 2000, 49 Etats, le district de Columbia ainsi que Porto Rico avaient adopté l'art. 8 (1994). On s'attend à ce que la Caroline du Sud et les îles Vierges américaines l'adoptent également au cours de l'an 2001. Finalement, il peut être intéressant de signaler que les institutions suivantes se sont prononcées en faveur de l'art. 8 (1994) : *Securities and Exchange Commission ; Federal Reserve Bank of New York ; American Society of Corporate Secretaries ; American Stock Exchange ; DTC ; Investment Company Institute ; National Association of Securities Dealers ; National Securities Clearing Corporation ; New York Clearing House ; New York Stock Exchange ; Securities Industry Association.* On peut consulter à ce sujet le site Internet de l'*Uniform Law Commission* (à l'adresse suivante : < http://www.nccusl.org/uniformact_factsheets/uniformacts-fs-ucca8.htm >).

B. *Italy and Brazil*

Italian and Brazilian law specifically provide that a deposit of securities, even on a commingled basis, is a "regular" deposit.[91] Both Italian and Brazilian law thus provide a legal fiction as to the ability to identify specific securities, which has the effect of ensuring that investors cannot lose their "property" rights to listed securities in the event of a failure of their intermediary or any other intermediary up the chain.

C. *United States: the 1994 version of the U.C.C. introducing the "security entitlement"*[92]

Article 8 of the U.C.C. deals with investment securities. This provision underwent major changes in 1994, after the October 1987 stock market crisis had plainly revealed uncertainties surrounding the application of the old principles of the 1978 version of Article 8, which was exclusively based on a direct holding system.[93] The 1994 revision explicitly addresses the new market reality of the indirect holding system.[94]

Revised Article 8 contains express definitions of key terms such as "securities intermediary",[95] "security"[96] and "securities account",[97] and also stipulates the various duties of a securities intermediary to its security account holders.[98] The most important feature for current purposes, however, is the introduction of the concept of the "*security entitlement*".[99] Under this concept, the investor does not have a traceable property right to a specific security located somewhere in a vault. Instead, the investor has a package of rights and interests against the securities intermediary with whom the investor has a direct contractual relationship. Professor Rogers, the official Reporter of revised Article 8, has described the nature of this new concept as follows:

"A security entitlement is not a claim to a specific identifiable thing; it is a package of rights and interests that a person has against the person's security intermediary and its property. The idea that discrete objects might be traced through the hands of different persons has no place in the Revised Article 8 rules for the indirect holding system. Rather, the fundamental principles of the indirect holding system rules are that an entitlement holder's own intermediary has the obligation to see to it that the entitlement holder receives all of the economic and corporate rights that comprise the security, and therefore that an entitlement holder look only to that intermediary for performance of the obligations. The entitlement holder cannot assert rights directly against other persons, such as other intermediaries through whom the intermediary holds the positions."[100]

Thus, a security entitlement is itself a form of *property interest, combined with a package of* in personam *rights against the intermediary*.[101] Most importantly, the entitlement holder (investor) does not take the credit risk of the intermediary's other business activities. If the intermediary becomes insolvent, its securities holdings corresponding to customer claims satisfy these claims before any are available to satisfy the claims of general creditors.

These key attributes reflect a rational description of the unique form of property interest that is central to the indirect holding system.[102] By the same token, the search for the location of a security interest ends at the intermediary, as the interest is located at the place where the account in which it is recorded is maintained.

SECTION 3 – PROPOSED CONVENTION NOT INTENDED TO CHANGE SUBSTANTIVE LAW

In *summary*, an investor's interest in securities held with an intermediary or custodian may in principle take the form of:

(i) a *direct interest* held through a non-fungible, segregated account and *traced through* into underlying securities held by the intermediary or custodian;

(ii) a mere contractual *right* to the delivery of a quantity of securities;

both on the books of the issuer or its official recordholder and on those of its immediate intermediary, it is not recorded in segregated or traceable accounts with Sicovam or any other intermediary – that is, it is not a non-fungible account (see *supra*, p. 23).

[91] That is, a deposit where the property deposited can be specifically identified; contrast an "irregular" deposit where the property deposited is commingled with other property to form a fungible bulk.

[92] The earlier, 1978 version of Art. 8 defined the rights of depositors as fractional or co-proprietary rights which were legally traceable to actual pools of individual fungible securities – see Guynn / Marchand, *op. cit.* (footnote 13), p. 58. This model was, therefore, similar to the co-ownership model described *supra*, p. 20. The roots of Art. 8 lie with the Negotiable Instruments Law of 1896 (debt securities) and the Uniform Stock Transfer Act of 1909 (equities). This Act became Art. 8 when the U.C.C. was promulgated in 1951.

[93] See U.C.C. 2000, *op. cit.* (footnote 46), p. 653 *et seq.*

[94] As was to be expected, the revision of such an important provision as Art. 8 of the U.C.C. has generated a lot of academic writing; the number of law review articles published is indeed impressive, both in terms of quality and quantity; an authoritative presentation of revised Art. 8 has been produced by its official draftsman: James Steven Rogers, "Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8", (1996) 43 *U.C.L.A. L. Rev.* 1431; see also the useful presentation of the key attributes of the revised U.C.C. Art. 8 contained in the ULCC Report of 1997, *op. cit.* (footnote 8).

[95] See *infra*, p. 55.

[96] § 8-102(a)(15), see also *infra*, footnote 137 and accompanying text.

[97] § 8-501(a).

[98] § 8-504 provides that a securities intermediary must maintain a sufficient quantity of financial assets to satisfy the claims of all its entitlement holders. § 8-505 provides, for example, that distributions such as dividend payments, made by the issuer of the securities, have to be passed on to the security account holder.

[99] The term is defined in § 8-102(a)(17) as "the rights and property interest of an entitlement holder with respect to a financial asset specified in Part 5." Part 5 then specifies the various rights and property interests that comprise a "security entitlement". The concept of the security entitlement has also been endorsed by the U.S. Treasury / Reserve Automated Debt Entry System (TRADES) regulations. The TRADES regulations are the U.S. Federal rules applicable to the ownership, transfer and pledging of most U.S. Government and agency securities.

[100] Rogers, *op. cit.* (footnote 94), pp. 1456-1457.

[101] See U.C.C. 2000, *op. cit.* (footnote 46), pp. 659-660.

[102] On 15 September 2000, 49 States, the District of Columbia and Puerto Rico had enacted Art. 8 (1994). South Carolina and the territory of the U.S. Virgin Islands are also expected to enact it during 2001. Finally, it may be worthwhile to note that Art. 8 (1994) has been supported by the following institutions: Securities and Exchange Commission; Federal Reserve Bank of New York; American Society of Corporate Secretaries; American Stock Exchange; DTC; Investment Company Institute; National Association of Securities Dealers; National Securities Clearing Corporation; New York Clearing House; New York Stock Exchange; Securities Industry Association. Information provided on the Uniform Law Commission's homepage (at the following address: < http://www.nccusl.org/uniformact_factsheets/uniformacts-fs-ucca8.htm >).

(iii) un *droit de copropriété ou un droit patrimonial équivalent* dans une masse de titres confondus détenus par l'intermédiaire ou le conservateur pour le compte de ses clients ; ou

(iv) *un droit de copropriété dans un ensemble notionnel* de titres ou une *catégorie spéciale de droit de propriété* créée par la loi qui en définit les caractéristiques.

L'objet de la Convention proposée n'est pas de modifier ces différentes catégories ou de les harmoniser en modifiant l'analyse des règles du droit matériel concerné.

La Convention proposée a pour objectif clé l'adoption d'une règle de conflit de lois qui s'appliquera de manière rationnelle et cohérente à tous les modèles décrits ci-dessus[103]. L'harmonisation des règles de droit matériel relatif à la nature des droits sur des titres détenus par le biais d'intermédiaires constitue une entreprise ambitieuse que la CNUDCI ou UNIDROIT pourrait envisager de mener à bien dans un proche avenir[104].

Nous analyserons dans la partie suivante du présent Rapport les règles de conflit de lois applicables à chacun des types de droit décrits ci-dessus.

Partie III : Analyse des règles de conflit de lois

INTRODUCTION

Historiquement, la méthode habituelle adoptée pour déterminer la loi applicable aux questions de droit de propriété, dans le cadre des systèmes classiques de détention directe, a consisté à appliquer la règle de la *lex rei sitae*[105]. Dans le cas de titres au porteur, cette analyse ne posait guère de problème, puisqu'il était logique de considérer qu'un tel titre se trouvait localisé là où étaient situés les certificats au moment où s'effectuait le transfert de propriété.

L'attribution d'un lieu de localisation *(situs)* à des titres nominatifs a un caractère artificiel plus marqué, ce qui a donné lieu à une palette de méthodes plus étendue. Certains pays dans lesquels il n'y avait pas de dématérialisation des titres nominatifs ont continué de considérer le lieu de la localisation du certificat comme facteur déterminant[106]. Une autre analyse consiste à considérer que les titres nominatifs sont situés au lieu où est tenu le registre des propriétaires inscrits[107]. Selon une troisième analyse, les titres sont situés dans l'Etat dans lequel la société émettrice a été constituée[108].

Ce sont les trois analyses qui ont évolué en parallèle avec les systèmes de détention directe de titres. Malgré un certain caractère artificiel, des résultats clairs et satisfaisants ont été obtenus pour les modes de détention directe.

En revanche, l'application des règles actuelles aux systèmes de détention indirecte n'est pas satisfaisante. La principale difficulté réside dans le fait que toute tentative visant à appliquer la méthode traditionnelle aux systèmes de détention indirecte nécessite une approche dite de « transparence » *(look through)* à travers les différents niveaux d'intermédiaires jusqu'à l'émetteur, le registre ou les certificats existants (« l'approche de la transparence – *look-through approach* »). Pour les raisons développées ci-dessous, l'approche de la transparence donne lieu à d'importantes difficultés[109].

Une seconde difficulté (qui découle largement de la première), porte sur l'incertitude relative aux principes de conflit de lois applicables. Afin d'évaluer cette seconde difficulté, un questionnaire préparé par Richard Potok, Expert juridique auprès du Bureau Permanent, a été distribué à des experts juridiques dans 28 pays[110]. Le questionnaire présente un exemple relativement simple de nantissement, de transfert en pleine propriété et de vente de titres détenus de façon indirecte et demande aux experts d'identifier les lois susceptibles d'être appliquées par les tribunaux de leurs pays dans le cadre des questions que pourrait soulever le type d'opération évoqué. Ces questions incluent notamment celles relatives à l'opposabilité, au caractère définitif de l'opération et au rang des créanciers. Dans la mesure où les experts n'étaient pas en mesure de répondre avec certitude aux questions, il leur a été demandé d'indiquer la réponse qui leur semblait la plus probable ainsi que toutes autres réponses qui leur paraissaient possibles lorsque la loi n'est pas claire sur ces questions. Le texte du questionnaire, un tableau récapitulatif des réponses fournies ainsi que la liste des experts consultés seront présentés à la réunion des experts comme Document de travail No 1 soumis par l'Expert juridique auprès du Bureau Permanent. Certains de ces tableaux récapitulant les réponses données aux questionnaires tiennent compte des cas de figure de la Section 3 ci-dessous.

SECTION 1 – L'« APPROCHE DE LA TRANSPARENCE »

Lorsque les titres sont détenus dans des *comptes de titres non fongibles (non fungible accounts)*[111], dans lesquels ces titres attribuables aux clients individuels d'un intermédiaire sont identifiés de manière distincte et crédités à des sous-comptes distincts dans les livres de l'intermédiaire, le recours à l'« approche de la transparence » demeure logique. Dans un tel cadre, chaque intermédiaire est « transparent » et les droits de l'investisseur sont inscrits à chaque niveau jusqu'à celui du registre de l'émetteur. Il convient donc de considérer que le droit de l'investisseur est situé au lieu désigné par l'approche classique, soit celui du registre de l'émetteur[112].

[103] Pour une analyse des conséquences possibles de la Convention proposée sur les deux modèles mentionnés au (i) et au (iii), voir *infra*, p. 56.

[104] Un parallèle peut être tiré à cet égard avec la Directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, *JOCE* No L 166 du 11 juin 1998, p. 45 (la Directive sur le caractère définitif du Règlement). Cette directive, que tous les Etats membres doivent mettre en œuvre d'ici le 11 décembre 1999, ne vise pas à instaurer une catégorisation uniforme de la nature juridique des droits d'un investisseur dans les valeurs détenues au moyen d'un système de détention indirecte. Elle renferme toutefois une disposition visant à clarifier les règles de droit international privé applicables lorsque des titres sont acceptés en garantie ; voir *infra*, p. 58.

[105] Voir *supra*, p. 16.

[106] Cette méthode est susceptible d'être adoptée lorsque l'instrument est considéré comme incorporant les droits de l'investisseur sur les titres, par exemple des instruments négociables.

[107] On peut s'attendre à ce que cette méthode soit utilisée lorsque les droits sur les titres résultent de l'inscription sur un registre, et non de la détention d'un instrument.

[108] Dans ses grandes lignes, le fondement conceptuel de cette approche repose sur le fait qu'une personne morale constitue une fiction juridique, le droit qui la crée doit être appliqué pour déterminer quand et comment les droits à son égard sont valablement transférés. Bien que logique, cette approche met en évidence le caractère hautement artificiel du concept de *situs* dans ce domaine.

[109] Voir *infra* ; pour une description générale de ces problèmes, voir par exemple Schefold, *op. cit.*, (note 49), p. 469-470.

[110] Pour la liste des Etats pris en considération dans le questionnaire, voir l'Annexe B de ce Rapport.

[111] Voir *supra*, p. 22 pour la terminologie utilisée.

[112] Dans les pays où le certificat émis sur la base d'un titre inscrit est considéré comme un « titre de propriété » *(document of title)* (c'est-à-dire le certificat représentatif du droit de l'investisseur), la localisation du droit de l'investisseur dans une « structure transparente » dépendra de la localisation du certificat.

(iii) a *co-ownership interest or equivalent proprietary right* in a pool of securities held by the intermediary or custodian for its customers on a commingled basis; or

(iv) a *co-ownership interest in a notional* pool of securities or a *special category of property right* created by, and with characteristics defined by, legislation.

It is not the purpose of the proposed Convention to alter these categories or to harmonise the way in which they are analysed as a matter of substantive law.

The key objective of the proposed Convention is to adopt a conflict of laws rule that will apply rationally and consistently to all the approaches described above.[103] Harmonising the substantive law relating to the nature of interests in respect of securities held through intermediaries is a major undertaking that may be considered by UNCITRAL or UNIDROIT in the near future.[104]

The next section of this Report considers the conflict of laws analysis applicable to each of the forms of interest described above.

Part Three: The conflict of laws analysis

INTRODUCTION

Historically, the usual approach adopted to determine the law applicable to proprietary issues in the case of traditional direct holding patterns was to apply the *lex rei sitae* rule.[105] In the case of bearer securities this was relatively straightforward, because there was an obvious logic in regarding such securities as situated wherever the relevant certificate was located at the time of the relevant transfer or disposition.

The attribution of a situs to registered securities involves a greater degree of artificiality, which has been reflected in a somewhat greater range of approaches. Where registered securities are not in dematerialised form, some jurisdictions have continued to regard the location of the relevant certificate as the determining factor.[106] Another approach is to regard registered securities as located at the place where the register of registered owners of the securities is maintained.[107] A third approach is to regard the securities as being located in the jurisdiction in which the issuer is incorporated.[108]

These are the approaches that have evolved in relation to direct holdings of securities. While a degree of artificiality needs to be acknowledged, they generally produce a clear and satisfactory result for direct holding patterns.

By contrast, the current situation in relation to indirect holding systems is highly unsatisfactory. The fundamental difficulty is that an attempt to apply the traditional approach to indirect holding systems requires an approach that "looks through" tiers of intermediaries to the level of the issuer, register or actual certificates (the "look-through approach"). For reasons explained in more detail below, such a "look-through approach" gives rise to severe difficulties.[109]

A second difficulty (which largely flows from the first) is that in many countries it is unclear what conflict of laws principles would currently be applied. In order to assess the magnitude of this second difficulty, a questionnaire, prepared by Richard Potok, Legal Expert to the Permanent Bureau, has been distributed to legal experts in 28 jurisdictions.[110] The questionnaire set out a relatively simple example of a pledge, title transfer and sale of indirectly held securities and asked the experts to identify the laws which the courts of their jurisdiction would regard as applicable to various issues arising out of the transaction, including, in particular, issues of perfection / completion and priorities. The experts were asked for the probable answer and also for any possible answers where the law was not clear on these issues. The text of the questionnaire, charts summarising the answers provided and a list of the experts consulted will be presented at the Experts meeting as Working Document No 1, submitted by the Legal Expert to the Permanent Bureau. Some of these charts summarising the answers to the questionnaire are considered in relation to the fact patterns in Section 3 below.

SECTION 1 – THE "LOOK-THROUGH APPROACH"

Where securities are held through *non-fungible accounts*,[111] in which securities attributable to an intermediary's individual customers are separately identified and credited to separate designated accounts in the books of the intermediary, the "look-through approach" continues to be logical. Under such structures each intermediary will be "transparent" and the investor's interest will be recorded at each level all the way through to the issuer's register. Thus, it is appropriate to treat the investor's interest as located at the place indicated under the traditional approach, for example, at the place of the issuer's register.[112]

[103] For an analysis of the possible impact of the proposed Convention on the two approaches mentioned in (i) and (ii) in particular, see *infra* p. 57.

[104] A parallel may be drawn with the Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems, *OJEC* 1998, L 166/45 (the Settlement Finality Directive). This Directive, required to be implemented in all Member States by 11 December 1999, does not introduce a uniform categorisation of the legal nature of an investor's interest in securities held through an indirect holding system; it does, however, contain a provision intended to clarify the conflict of laws when such securities are taken as collateral, see *infra*, p. 59.

[105] See *supra*, p. 17.

[106] Typically, this approach is likely to be adopted where the certificate is regarded as representing the interests of the investor, for example, as being a negotiable instrument.

[107] This approach can be expected to be adopted where entry on the register, rather than possession of a certificate, conveys legal rights to the securities.

[108] The conceptual basis for this approach is, broadly, that because a corporate body is an artificial legal creation, the law which creates it must be taken to decide when and how interests in it are validly transferred. While logical, this approach illustrates most starkly the artificiality of the concept of *situs* in this area.

[109] See *infra*; for a general description of these problems, see *e.g.*, Schefold, *op. cit.* (footnote 49), pp. 469-470.

[110] For the list of jurisdictions surveyed in the questionnaire, see Appendix B to this Report.

[111] See *supra*, p. 23 for the terminology used here.

[112] In jurisdictions where the certificate issued in respect of registered certificated securities is regarded as a document of title (that is, the certificate represents the interest of the investor), the location of the investor's interest under such a "transparent structure" will depend on where the certificate is.

La situation est assez différente, lorsque les titres sont détenus dans des *comptes de titres fongibles (comptes généraux – omnibus accounts)*. Dans ce système, il n'y a aucune inscription des droits d'un investisseur individuel sur les titres au niveau du registre de l'émetteur, ou de tout intermédiaire autre que celui avec lequel l'investisseur a un lien direct. Ainsi, si l'investisseur ou une autre personne, par exemple le bénéficiaire d'une sûreté, revendiquait son droit sur les titres et essayait de faire valoir son droit envers un intermédiaire d'un niveau supérieur, on lui opposerait qu'à chacun de ces niveaux, il n'existe aucune inscription permettant de fonder une action relative aux droits de l'investisseur[113]. *La seule inscription des droits de l'investisseur se trouve dans les livres de l'intermédiaire avec lequel l'investisseur a un lien direct, l'intermédiaire direct de l'investisseur.* Ce problème démontre que toute tentative d'appliquer « l'approche de la transparence » à une structure de conservation de titres fongibles va à l'encontre du principe généralement admis en matière de conflit de lois selon lequel la compétence en matière d'actes de disposition sur des biens meubles devrait en général être celle du pays dans lequel les décisions relatives à ces biens sont susceptibles d'être exécutées[114].

L'« approche de la transparence » engendre également de graves *problèmes pratiques*[115]. Il est très courant, dans le marché actuel, que des investisseurs donnent en garantie des droits sur un portefeuille diversifié de titres émis dans divers pays. « L'approche de la transparence » oblige alors le bénéficiaire de la sûreté à se conformer en matière d'opposabilité aux exigences d'une multitude de droits différents pour chacune de ces transactions[116]. De plus, dans bien des pays, on ne sait pas avec certitude quelle est la loi applicable lorsqu'on a recours à l'approche de la transparence – est-ce la loi du lieu où se trouve l'*émetteur,* le *registre* ou encore *les titres sous-jacents*[117] ? finalement, même lorsque le bénéficiaire de la sûreté sait quel est le critère de rattachement approprié, il lui est souvent impossible d'obtenir les renseignements permettant d'établir avec précision comment l'appliquer. Ainsi, même si on pouvait affirmer que le critère approprié est celui du lieu de localisation du certificat, cela ne permettra pas nécessairement à l'investisseur détenant des titres par le biais de divers niveaux d'intermédiaires de découvrir où le DCT local peut bien entreposer ses titres[118].

Les incertitudes relatives à la méthode à adopter et aux conséquences de « l'approche de la transparence », si tant est qu'elle s'applique, entraînent une dépense significative pour les acteurs du marché (y compris les constituants des sûretés parce que la dépense relative aux recherches concernant les conditions d'opposabilité à remplir leur sera probablement imputée par les bénéficiaires de la sûreté). De plus, dans la mesure où la position, dans de nombreux cas, ne pourra pas être déterminée de manière satisfaisante, il reste un facteur de risque qui, vu les sommes en jeu et vu l'identité et l'importance des institutions financières impliquées, peut être prudemment assimilé à une sorte de risque *systémique*. En conséquence, l'accord sur une convention qui réglerait uniformément et rationnellement ces questions apporterait de nombreux avantages aux acteurs du marché ainsi qu'à l'ensemble du secteur financier.

Il est donc nécessaire de développer une nouvelle méthode qui tienne compte de l'existence du système de détention indirecte et qui respecte le principe juridique voulant que la loi applicable aux questions patrimoniales soit la loi du lieu où l'élément constitutif du titre est détenu et où, par conséquent, les décisions relatives à la propriété sont susceptibles d'exécution. Dans les systèmes de détention indirecte fondés sur des comptes de titres fongibles, l'intermédiaire avec lequel l'investisseur a un lien direct est dépositaire du titre et il sera fait mention dans les livres de cet intermédiaire direct de tous les actes de disposition faits par l'investisseur au profit du créancier bénéficiaire d'une garantie ou d'un acheteur. Cela suppose une approche axée sur le droit du lieu où se trouve cet intermédiaire. On désigne désormais cette approche comme « le lieu de l'intermédiaire direct (concerné) ou PRIMA, (the *« place of the relevant intermediary approach »*). Avant de décrire les principaux éléments de cette approche, il convient de traiter brièvement les cas où l'investisseur a uniquement des *droits contractuels (contractual rights)* à l'encontre de l'intermédiaire.

SECTION 2 – CRÉANCES PERSONNELLES OU CONTRACTUELLES

Si un investisseur ne détient que des *droits contractuels* à l'encontre de son intermédiaire visant la livraison de titres d'une quantité et d'une nature déterminées, l'investisseur ne dispose alors que d'une créance ou d'un droit personnel contre l'intermédiaire direct et n'a aucun droit patrimonial sur des titres. Dans un contexte purement contractuel, il ne semble plus adéquat de renvoyer à la *« lex rei sitae »*[119]. La loi applicable doit plutôt être déterminée par référence aux principes de conflit de lois applicables en matière contractuelle. Nous soutenons dans le présent Rapport que ces principes conduiraient dans la plupart des cas[120], malgré une approche et une terminologie différentes, à l'application de la loi de l'intermédiaire (que ce soit en fonction du critère de « la prestation caractéristique », des « liens les plus étroits » ou de la *« proper law »*). En d'autres termes, la loi applicable dans un tel cas est réputée être la loi du lieu du siège / succursale de l'intermédiaire à l'encontre duquel on peut faire valoir la créance.

[113] Voir par exemple *Fidelity Partners, Inc.* v. *First Trust Co.*, 1997 U.S. Dist. LEXIS 19287, N° 97 Civ. 5184, 1997, WL 752725 (S.D.N.Y., le 5 décembre 1997). Dans cette affaire, un créancier dont le droit a été reconnu en justice voulait obtenir exécution à l'encontre de droits sur des obligations détenues par le débiteur dans le cadre d'un système de détention indirecte : les obligations étaient payables à New York mais les droits du débiteur n'étaient inscrits que dans les livres d'un intermédiaire se trouvant à l'étranger (aux Philippines). Le tribunal a refusé d'ordonner l'exécution à New York. Les revendications de cette nature sont souvent désignées sous le terme de « saisie au niveau supérieur » *(« upper-tier attachment »)*. La question de savoir si une telle revendication a une chance de succès dépendra des règles de droit matériel du pays dans lequel l'action en revendication est déposée. Bien que la possibilité d'une saisie au niveau supérieur puisse poser un problème qui devrait être abordé dans certains pays, en tant que problème relevant des règles de droit matériel, il ne fait pas l'objet de la Convention proposée.

[114] Voir Joanna Benjamin, *« Determining the situs of Interests in Immobilised Securities »*, *ICLQ* 1998 (vol. 47), p. 923-934.

[115] Au sujet des problèmes pratiques ici décrits, se reporter par exemple à Guynn, *op. cit.* (note 5), p. 27 à 29.

[116] R. Potok / M. Moshinsky, *« Cross-Border Collateral : A Conceptual Framework for Choice of Law Situations », Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Special Supplement to Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, septembre 1998, p. 15 ; Reber, *op. cit.* (note 31), p. 15 à 17 ; Schefold, *op. cit.* (note 49), p. 470. On pourrait également ajouter qu'un investisseur devra de nouveau faire une recherche à chaque fois qu'il ajoutera des titres dans son portefeuille ou les remplacera par d'autres. Guynn / Marchand, *op. cit.* (note 13), p. 60.

[117] Voir *Macmillan Inc.* v. *Bishopsgate Investments Trust plc* (No 3) [1996] 1 *WLR* 387, ainsi que les commentaires de Potok / Moshinsky, *op. cit.* (note 116), p. 15.

[118] Pour les difficultés d'ordre pratique auxquelles doit faire face un investisseur dont l'identité est seulement enregistrée dans les livres de son intermédiaire direct, se reporter en particulier à James Steven Rogers, *« Of Normalcy and Anomaly : Thoughts on Choice of Law for the Indirect Holding System », Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Special Supplement to Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, septembre 1998, p. 47 à 51.

[119] Se reporter toutefois à Guynn / Marchand, *op. cit.* (note 13), p. 57.

[120] Il y a cependant des exceptions : à titre d'exemple, en Ontario, la loi applicable aurait été celle du domicile du constituant.

The position is quite different where securities are held through *fungible accounts* (omnibus accounts). Under such a system, there is no record of an individual investor's interest in respect of the securities at the level of the issuer's register or that of any intermediary other than the intermediary with whom the investor has a direct relationship. Thus, if the investor, or a person such as a collateral taker asserting a claim against the investor's interest in respect of the securities, were to try to enforce that claim at any of these higher levels, the response would be that at each level no record exists of any interest of the investor against which the claim could be pursued.[113] *The only record of the investor's interest is to be found on the books of the intermediary with which the investor has a direct relationship, the investor's immediate intermediary.* This problem demonstrates that any attempt to apply the "look-through approach" under a fungible custody structure runs counter to the widespread conflict of laws principle that jurisdiction over proprietary aspects of dispositions of movable property should broadly be attributed to the jurisdiction where orders in respect of that property are capable of being enforced.[114]

The "look-through approach" also creates severe practical difficulties.[115] In today's market, it is very common for investors to provide collateral in the form of interests in respect of a diversified portfolio of securities issued in a number of different jurisdictions. The "look-through approach" compels the collateral taker to satisfy the perfection requirements of a multitude of jurisdictions for each such transaction.[116] In addition, in many jurisdictions it is uncertain exactly what the legal rule is when applying the "look-through approach" – is it the law of the place of the issuer, the place of the register or the place of the underlying securities?[117] Finally, even if the collateral taker did know what the test is, it is often not possible to obtain the necessary information to ascertain how to apply the test; for example, it is one thing to say that the test is the law of the place of the certificates, but an investor holding through various tiers of intermediaries may not be able to discover where the national CSD actually stores the certificates.[118]

Uncertainties as to the approach to be adopted and as to the effect of the "look-through approach", if applicable, lead to significant expense for market participants (including collateral providers, because the expense of investigating perfection requirements is likely to be passed on to them by collateral takers). Moreover, because the position in many cases cannot be satisfactorily determined, there remains an element of risk, which, given the size of transactions involved and the identity and importance of the relevant financial institutions, must prudently be regarded as systemic in character. Accordingly, agreement on a convention that produces a uniform and rational resolution of these issues would bring very important benefits to market users, market participants and the financial system as a whole.

It is therefore necessary to develop a new approach, one that reflects the reality of the indirect holding system and follows the sensible legal principle that the law applicable to proprietary matters should be the law of the place where the record of title is maintained and where, therefore, orders in respect of the property can be effectively enforced. In indirect holding systems based on fungible accounts, the record of an investor's title is maintained by the intermediary with whom the investor has an immediate relationship and it will be on the books of the investor's immediate intermediary that any disposition of the investor's interest in favour of a collateral taker or purchaser will be recorded. This suggests an approach that looks to the law of the place where that intermediary is located. This has become known as the "place of the relevant intermediary approach" or "PRIMA". Before describing the key attributes of PRIMA, one needs to address briefly the situation where the investor holds merely contractual rights against the intermediary.

SECTION 2 – IN THE CASE OF A PERSONAL OR CONTRACTUAL CLAIM

If an investor holds merely *contractual rights* against its intermediary for the delivery of the appropriate quantities of securities of a particular description, the investor has only a personal right or claim against the immediate intermediary and has no proprietary rights in any securities. In a purely contractual context, it no longer seems accurate to refer to the "*lex rei sitae*".[119] Rather, the applicable law has to be ascertained by reference to the conflict of laws principles for contractual matters. It is argued in this Report that these principles, although differing in their approach and terminology, would in most cases[120] lead to the application of the law of the intermediary (be it under the heading of the "characteristic obligation", "the most significant relationship" or "the proper law"). In other words, the law applicable in such a case is deemed to be the law of the intermediary's office against which the claim is exercisable.

[113] See *e.g.*, *Fidelity Partners, Inc.* v. *First Trust Co.*, 1997 U.S. Dist. LEXIS 19287, No 97 Civ. 5184, 1997, WL 752725 (S.D.N.Y., Dec. 5, 1997). In this case, a judgment creditor sought to execute against an interest in bonds held by a judgment debtor through an indirect holding system; the bonds were payable in New York, but the judgment debtor's interest was recorded only on the books of an intermediary located abroad (Philippines). The court refused to order execution in New York. Claims of this nature are often referred to as "*upper-tier attachment*" claims. Whether such a claim has such a prospect of success will depend on the substantive law of the jurisdiction in which the claim is asserted. Although therefore the possibility of upper-tier attachment may be a problem that ought to be addressed in some countries, as a matter of substantive law, it is not one with which the proposed Convention can deal.

[114] See Joanna Benjamin, "Determining the *situs* of Interests in Immobilised Securities", *ICLQ* 1998 (vol. 47), pp. 923-934.

[115] For the practical difficulties described in this paragraph, see *e.g.*, Guynn, *op. cit.* (footnote 5), pp. 27-29.

[116] R. Potok / M. Moshinsky, "Cross-Border Collateral: A Conceptual Framework for Choice of Law Situations", *Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Special Supplement to Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, September 1998, p. 15; Reber, *op. cit.* (footnote 31), pp. 15-17; Schefold, *op. cit.* (footnote 49), p. 470. One might add that an investor would have to repeat this investigation each time the investor added securities to the portfolio or replaced securities with others. Guynn / Marchand, *op. cit.* (footnote 13), p. 60.

[117] See *Macmillan Inc.* v. *Bishopsgate Investments Trust plc* (No 3) [1996] 1 *WLR* 387, and the comments by Potok / Moshinsky, *op. cit.* (footnote 116), p. 15.

[118] For the practical difficulties facing an investor whose identity is only recorded on the books of its immediate intermediary, see in particular James Steven Rogers, "Of Normalcy and Anomaly: Thoughts on Choice of Law for the Indirect Holding System", *Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Special Supplement to Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, September 1998, pp. 47-51.

[119] But see Guynn / Marchand, *op. cit.* (footnote 13), p. 57.

[120] There are, however, exceptions: for example, in Ontario the applicable law would be that of the domicile of the collateral provider.

Le résultat de l'analyse faite ici est similaire à celle de PRIMA en ce qu'elle conduit à retenir la loi de l'Etat dans lequel se trouve le siège / succursale où sont tenus les comptes représentatifs de la créance. Cela n'aura toutefois probablement guère d'importance en pratique puisque cette approche contractuelle est rarement adoptée en raison des problèmes susmentionnés[121].

SECTION 3 – LE « LIEU DE LA SITUATION DE L'INTERMÉDIAIRE DIRECT (CONCERNÉ) » (PRIMA)

Comme nous le décrirons plus tard, certains pays ont déjà adopté PRIMA comme règle de conflit de lois à appliquer aux aspects patrimoniaux des opérations de constitution de sûreté. Par ailleurs, d'autres pays envisagent actuellement d'adopter la même approche. Avant d'examiner ces développements législatifs, il semble approprié, dans un premier temps, de montrer comment PRIMA fonctionnerait en pratique par référence à certains cas de figure hypothétiques et, dans un deuxième temps, d'examiner plus en détail les points clés de PRIMA.

I. Généralités

Dans les systèmes de détention indirecte, les livres de l'intermédiaire direct dans lesquels seront reportées les écritures relatives aux nantissements ou aux transferts de propriété à titre de garantie jouent un rôle essentiel. Ainsi, le lieu où est situé cet intermédiaire constitue la « localisation » la plus envisageable du droit nanti ou transféré. Que PRIMA ne constitue qu'une version améliorée du principe de la *lex rei sitae* en vue de l'adapter aux nouvelles réalités du marché, ou qu'elle doive être considérée comme un nouveau concept, n'a en fin de compte pas de réelle importance[122]. Ce qui importe, c'est la sécurité juridique et la prévisibilité qu'apporte cette solution, puisque la recherche du *situs* aboutit toujours à l'intermédiaire sur les livres duquel le nantissement ou le transfert est mentionné[123].

Le principal avantage de cette approche est qu'elle assujettit la totalité des droits d'un investisseur sur un portefeuille de titres au droit d'un seul territoire, même lorsque les émetteurs et certificats attestant les titres sous-jacents se trouvent dans de nombreux pays différents. Les parties à une transaction peuvent alors déterminer à l'avance, avec certitude et sans engager des frais excessifs, les règles de droit matériel du pays qui régira leurs droits et obligations[124].

II. L'application de PRIMA et comment identifier l'intermédiaire concerné – une analyse effectuée sur la base de quatre cas de figure

Afin d'illustrer comment PRIMA fonctionne et en particulier, quel intermédiaire peut être considéré comme étant l'intermédiaire « concerné », nous envisagerons quatre variations au cas de figure décrit à la Partie I, Section 3 et illustrés schématiquement dans le Schéma A ci-dessus[125] :

Un Investisseur australien détient des titres correspondant à 500.000 actions d'Illinois Inc. à travers son intermédiaire, la Banque française. La Banque française est elle-même titulaire de droits par l'intermédiaire de DCTI européen, lequel est titulaire des droits par l'intermédiaire du Sous-conservateur californien, lequel est titulaire des droits par l'intermédiaire de DTC. Les titres sont inscrits au registre conservé par NJ Registrar au New Jersey au nom des prête-noms de DTC, Cede & Co. Les certificats papiers matérialisant les actions d'Illinois Inc. sont conservés par DTC dans un coffre-fort en Pennsylvanie.

L'Investisseur australien désire lever des fonds avec les actions d'*Illinois Inc.* qui doivent être remises en garantie de ce prêt. Nous allons étudier quatre variantes possibles pour ce type de situation. Les trois premières variantes envisageront la situation dans laquelle l'Investisseur australien demande un prêt à la Banque londonienne, une banque d'investissement internationale constituée au Royaume-Uni et située à Londres. Dans la quatrième variante, l'Investisseur australien demande un prêt à son intermédiaire direct, la Banque française.

A. *Cas de figure 1 – Les titres donnés en garantie font l'objet d'un nantissement et le constituant aussi bien que le créancier bénéficiaire de la sûreté détiennent leurs droits par le biais du même intermédiaire*

Dans le premier exemple, la Banque londonienne (le bénéficiaire de la sûreté) détient des droits se rapportant aux titres par le biais du même intermédiaire que l'Investisseur australien (le constituant de la sûreté), c'est-à-dire la Banque française.

L'Investisseur australien nantit ses actions d'Illinois Inc. au profit de la Banque londonienne, dont les aspects contractuels sont régis par la loi anglaise. Comme l'on peut le voir ci-dessous, le nantissement est inscrit par la Banque française par un débit du « compte de l'Investisseur australien » concernant les 500.000 actions d'Illinois Inc. et un crédit correspondant au « compte de nantissement de l'Investisseur australien au profit de la Banque londonienne ». Le nantissement n'entraîne aucune modification ni dans les livres du DCTI européen ni dans ceux du Sous-conservateur californien ou de DTC.

[121] Voir *supra*, p. 32.

[122] Voir toutefois Goode, *op. cit.* (note 31), p. 26, qui soutient qu'il est préférable de traiter PRIMA comme une règle autonome plutôt que comme une extension du principe traditionnel de la *lex rei sitae*.

[123] Pour l'essentiel, cette position a également été adoptée dans le traité Dicey & Morris, *op. cit.* (note 10), où l'on peut lire à la Règle 118, note 24-064 : « Si l'on admet que toutes les parties à la transaction s'attendent à ce que l'investisseur ait un droit patrimonial qu'il lui est loisible en principe de céder, et que les règles de droit international privé devraient autant que possible satisfaire à cette attente raisonnable, la position la meilleure [c'est-à-dire meilleure que d'appliquer l'art. 12 de la Convention de Rome ou les règles classiques de droit international privé de la *common law*] consisterait à dire que les droits patrimoniaux de l'investisseur se situent au lieu où est tenu son compte auprès du dépositaire, et que le droit qui régit les opérations relatives à ces droits est le droit régissant les relations avec le courtier. Ce droit, en vertu duquel les droits de l'investisseur ont pris naissance, sera souvent la *lex situs* des droits dont l'investisseur dispose à l'encontre du courtier. Pour les besoins des présentes, nous soutenons que les règles de droit international privé conçues au dix-neuvième siècle à l'égard de la cession de polices d'assurance-vie et de droits en fiducie *(trust)* ne devraient pas être appliquées sans discernement à la cession de biens d'un type, et selon un mode, alors inconnus ». [note omise] Les références dans ce passage au « dépositaire » et au « courtier » ne sont peut-être pas explicites. Toutefois, il semble assez clair dans le contexte dans lequel le passage cité apparaît que les deux termes se réfèrent à l'intermédiaire auprès duquel l'investisseur tient le compte (peu avant le passage cité, on fait référence aux investisseurs tenant un compte auprès « d'un intermédiaire ou d'un courtier »). Voir également Joanna Benjamin, *op. cit.* (note 114).

[124] Guynn / Marchand, *op. cit.* (note 13), p. 61.

[125] Voir *supra*, p. 16 et s.

The outcome of this analysis is similar to PRIMA, in that it leads to the law of the jurisdiction where the office whose accounts evidence the claim is located. This point is, however, unlikely to be relevant in practice since the contractual approach is rarely adopted because of the problems mentioned above.[121]

SECTION 3 – THE "PLACE OF THE RELEVANT INTERMEDIARY APPROACH" (PRIMA): SOME KEY ATTRIBUTES

As will be described later in this Report, PRIMA has already been adopted in a number of jurisdictions as the conflict of laws rule to be applied to the proprietary aspects of collateral transactions. Furthermore, PRIMA is at present being considered for enactment in various other jurisdictions. Before addressing these legislative developments, it seems appropriate, first, to show how PRIMA would work in practice by reference to some hypothetical fact patterns and, secondly, to discuss in more detail the key attributes of PRIMA.

I. In general

Within indirect holding systems, the records of the immediate intermediary on which the entries effecting a pledge or transfer are made play a pivotal role. Hence, the place of that intermediary is the most reasonable "location" of the interest pledged or transferred. Whether PRIMA simply constitutes a development of the traditional *lex rei sitae* principle so as to adapt it to the new market realities or should be regarded as a new concept, is ultimately of no real significance.[122] What matters is the certainty and predictability this solution provides, because the search for a situs always ends at the intermediary on whose books the pledge or transfer is recorded.[123]

The major advantage of PRIMA is that it subjects all of an investor's interest with respect to a portfolio of securities to the law of one single jurisdiction, even where the issuers and certificates evidencing such underlying securities are situated in many different countries. Parties to a transaction are hence able to determine in advance, with certainty and without undue cost, which jurisdiction's substantive law will govern their rights and obligations.[124]

II. Application of PRIMA and how to identify the relevant intermediary – an analysis on the basis of four fact patterns

In order to illustrate how PRIMA works, and in particular which intermediary is the "relevant" intermediary, we will consider four variations on the fact pattern described in Part One, Section 3 above and schematically depicted in figure A above:[125]

An Australian Investor holds an interest in respect of 500,000 shares of Illinois Inc. through its intermediary, French Bank. French Bank, in turn, holds through European ICSD, which holds through California Sub-custodian, which holds through DTC. DTC's nominee, Cede & Co., is recorded as the registered owner of the securities in the register maintained by NJ Registrar in New Jersey. The physical share certificates representing the Illinois Inc. shares are kept by DTC in a vault in New York.

Australian Investor wishes to borrow money with the Illinois Inc. shares to be provided as collateral for the loan. We will consider four variations on this. The first three consider the situation where Australian Investor seeks a loan from London Bank, an international investment bank incorporated in the United Kingdom and based in London. In the fourth variation, Australian Investor seeks the loan from its immediate intermediary, French Bank.

A. *Fact Pattern 1 – Collateral provider and collateral taker hold through same intermediary and collateral provided by way of pledge*

In this first example, London Bank (the collateral taker) holds its interests in respect of securities through the same intermediary as the Australian Investor (the collateral provider), namely French Bank.

Australian Investor pledges its interest in respect of the Illinois Inc. shares to London Bank under a pledge mechanism, the contractual aspects of which are governed by English law. As schematically depicted in Figure B below, the pledge is represented on the books of French Bank by a debit to the "Australian Investor Account" in respect of 500,000 Illinois Inc. shares and a corresponding credit to an "Australian Investor Pledge to London Bank Account". The pledge does not result in any change on the books of European ICSD, California Sub-custodian or DTC.

[121] See *supra*, p. 33.

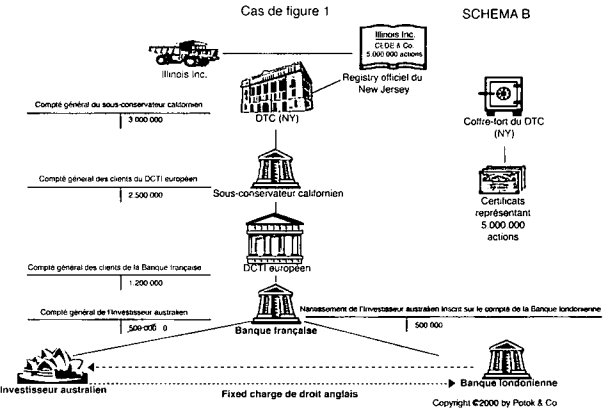
[122] But see Goode, *op. cit.* (footnote 31), p. 26, who argues that it is preferable to treat PRIMA as a free standing rule rather than an extension of the traditional *lex rei sitae* principle.

[123] In substance, this position has now also been adopted by the textbook Dicey & Morris, *op. cit.* (footnote 10), in Rule 118, note 24-064: "If it is accepted that the expectation of all parties to the transaction is that the investor has a proprietary interest which is capable in principle of being assigned, and that the rules for choice of law should seek where possible to accommodate this reasonable expectation, the better view [that is, better than applying Art. 12 of the Rome Convention or traditional common law choice of law rules] would be that the investor's proprietary rights are located at the place where his account with the depository is maintained, and that the law which governs dealings with these rights is the law which governs his relationship with the broker. This will be the law governing the relationship between investor and broker, under which the rights of the investor arose, and it will often be the *lex situs* of the rights the investor has against the broker. For present purposes it is submitted that choice of law rules designed in the nineteenth century for the assignment of policies of life insurance and interests under trusts should not be applied uncritically as the basis for regulating the assignment of intangibles of a kind, and by processes, then unknown." [footnote omitted]

The references in this passage to "depository" and "broker" are perhaps not entirely clear. It seems reasonably clear from the context in which the passage quoted appears, however, that both terms refer to the intermediary with which the investor maintains the account (shortly before the passage quoted, reference is made to investors maintaining an account with "an intermediary or broker"). See also Benjamin, *op. cit.* (footnote 114).

[124] Guynn / Marchand, *op. cit.* (footnote 13), p. 61.

[125] See *supra*, p. 17 *et seq.*



Après avoir constitué le nantissement en faveur de la Banque londonienne, l'Investisseur australien conclut aussi un acte de nantissement des mêmes 500.000 actions d'Illinois Inc. en faveur de la Banque italienne. Le deuxième nantissement est valable en vertu de la loi italienne (qui est la loi régissant l'acte de nantissement choisi par l'Investisseur australien et la Banque italienne). C'est alors qu'une procédure collective est ouverte en Australie à l'encontre de l'Investisseur australien devenu insolvable. Le liquidateur demande au tribunal australien de décider s'il doit considérer les nantissements constitués en faveur de la Banque londonienne et de la Banque italienne comme valables et, si c'est le cas, de décider de leur rang entre eux. Afin de statuer sur ces questions, le tribunal compétent en matière de faillite devra déterminer la loi applicable aux aspects patrimoniaux de l'opération[126].

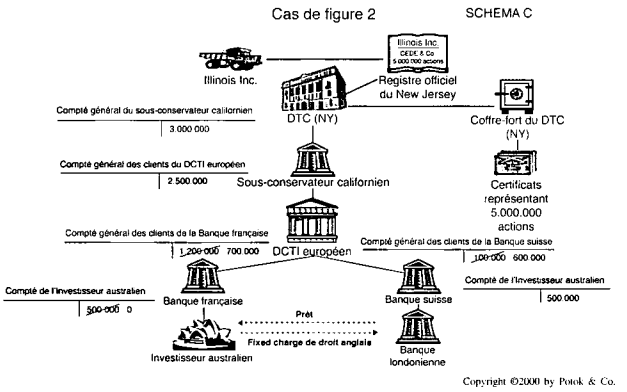
Dans ce premier cas de figure, PRIMA aurait pour conséquence de désigner la loi française comme applicable aux questions patrimoniales telles que l'opposabilité et le rang, c'est-à-dire la loi de la Banque française qui est l'intermédiaire dans les livres duquel le nantissement a été inscrit.

B. *Cas de figure 2 – Les titres donnés en garantie font l'objet d'un nantissement et le constituant de la sûreté et le bénéficiaire de la sûreté détiennent leurs droits par le biais d'intermédiaires différents*

Dans cet exemple, la Banque londonienne, le bénéficiaire de la sûreté, ne détient pas ses droits sur les titres d'*Illinois Inc.* par l'intermédiaire de la Banque française, mais plutôt par un autre intermédiaire, la Banque suisse, constituée en Suisse et située à Zurich. la Banque suisse détient un compte intitulé « Compte général de la clientèle » ouvert dans les livres du DCTI européen chez qui elle détient des actions d'*Illinois Inc.* pour un total de 100.000 pour le compte de ses clients.

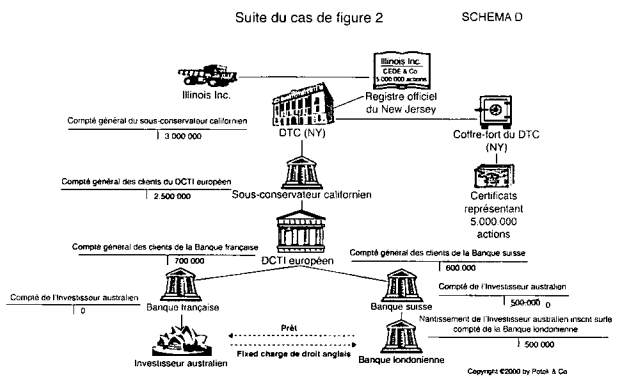
Lorsque l'Investisseur australien dépose sa demande de prêt, la Banque londonienne exige que l'Investisseur australien transfère ses droits se rapportant aux actions d'Illinois Inc. à la Banque suisse, et que le nantissement soit inscrit dans les livres de la la Banque suisse. En inscrivant les titres auprès de son intermédiaire habituel, la Banque londonienne évite une prise de risque sur la Banque française, et notamment les conséquences possibles d'une erreur, d'une malversation ou d'une insolvabilité de cette dernière (ou encore l'influence que l'Investisseur australien peut exercer sur la Banque française).

Ainsi, comme l'illustre le schéma ci-dessous, avant la constitution du nantissement, les droits de l'Investisseur australien relatifs aux 500.000 actions d'Illinois Inc. sont débités du « compte de l'Investisseur australien » ouvert dans les livres de la Banque française et sont crédités sur le « compte de l'Investisseur australien » ouvert dans les livres de la Banque suisse.

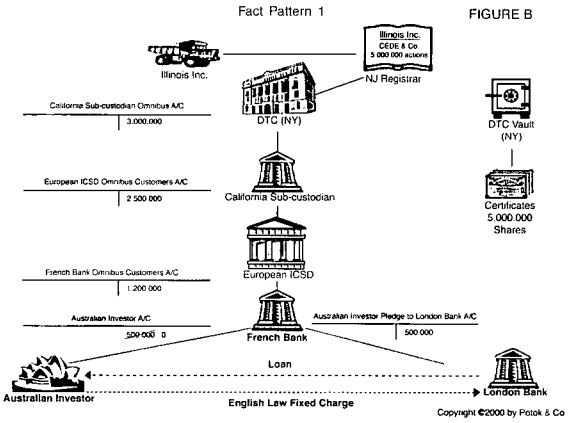


Le virement des 500.000 actions d'*Illinois Inc.* de la Banque française à la Banque suisse se traduira par un débit dans les livres du DCTI européen du « compte général de la clientèle de la Banque française » (ce qui réduit le solde de 1,2 million à 700.000) et d'un crédit correspondant au « compte général de la clientèle de la Banque suisse » (ce qui a pour effet de faire passer ce solde de 100.000 à 600.000).

L'Investisseur australien nantit ses droits attachés aux actions d'*Illinois Inc.* au profit de la Banque londonienne selon les termes d'un acte de nantissement régis par la loi anglaise. Comme l'illustre le schéma ci-dessous, le nantissement se traduit dans les livres de la Banque suisse par un débit inscrit au « compte de l'Investisseur australien » pour un total de 500.000 actions d'*Illinois Inc.* et un crédit correspondant au nouveau « compte nanti de l'Investisseur australien au profit de la Banque londonienne ». Le nantissement n'entraîne aucun changement dans les livres du DCTI européen (parce que ces deux comptes sont tenus à la Banque suisse et il n'y a pas de changement sur le « compte de clients général de la Banque suisse ») ou dans les livres du Sous-conservateur californien ou DTC.



[126] Cette question s'ajoute à celle de savoir si la validité du nantissement peut être annulée en vertu de loi sur la faillite australienne, par exemple s'il constitue un droit de préférence illicite. Ainsi qu'il a été expliqué plus haut, la Convention n'a pas pour objectif d'aborder les règles relatives à la faillite, voir *supra*, p. 20.



After executing the pledge in favour of London Bank, Australian Investor also enters into a pledge agreement in respect of the same 500,000 Illinois Inc. shares with Italian Bank. The second pledge is valid under Italian substantive law (the governing law chosen by Australian Investor and Italian Bank in their pledge agreement).

Australian Investor then enters insolvency in Australia. The liquidator asks the Australian court to rule on whether the pledges in favour of London Bank and Italian Bank should be treated as valid and, if both pledges are to be treated as valid, how they should be regarded as ranking against each other. In order to answer these questions, the insolvency court would need to determine which law will govern the proprietary aspects of the transaction.[126]

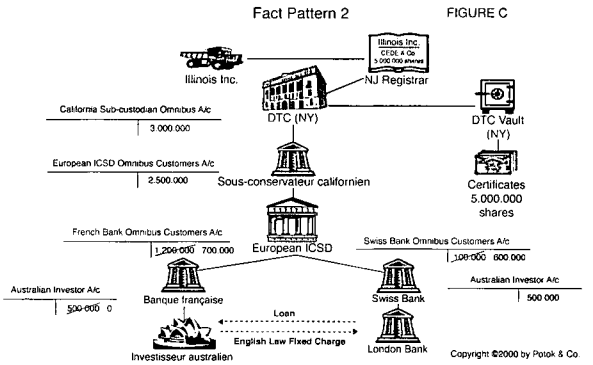
In this first fact pattern, PRIMA would result in proprietary issues such as perfection and priority being determined under French law, as the law of the place of French Bank, the intermediary on whose books the pledge in favour of London Bank is recorded.

B. *Fact Pattern 2 – Collateral provider and collateral taker hold through different intermediaries and collateral provided by way of pledge*

In this example, London Bank, the collateral taker, does not hold its interests in respect of Illinois Inc. securities through French Bank but rather holds through a different intermediary, Swiss Bank, which is incorporated in Switzerland and located in Zurich. In turn, Swiss Bank maintains an account entitled "Swiss Bank Omnibus Customers Account" on the books of European ICSD in which it holds 100,000 Illinois Inc. shares for its customers.

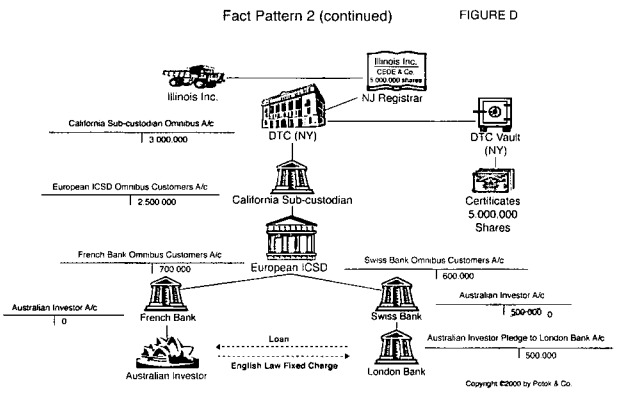
When Australian Investor asks for the loan, London Bank requires that Australian Investor move its interest in respect of the Illinois Inc. shares to Swiss Bank, with the pledge to be recorded on the books of Swiss Bank. By moving the shares to the books of an intermediary that London Bank trusts, London Bank is avoiding any exposure to French Bank, in particular, to the possible consequences of administrative error, wrongdoing or insolvency of French Bank (or the likely influence that Australian Investor may have with French Bank).

Thus, as schematically depicted in figure C below, prior to the pledge, Australian Investor's interest in respect of the 500,000 Illinois Inc. shares would be debited to the "Australian Investor Account" at French Bank and credited to an "Australian Investor Account" at Swiss Bank.



The transfer from French Bank to Swiss Bank of interests in respect of 500,000 Illinois Inc. shares will result on the books of European ICSD in a debit to the "French Bank Omnibus Customers Account" (reducing the balance from 1.2 million to 700,000) and a corresponding credit to the "Swiss Bank Omnibus Customers Account" (increasing the balance from 100,000 to 600,000).

Australian Investor pledges its interest in the Illinois Inc. shares to London Bank under a pledge mechanism, the contractual aspects of which are governed by English law. As schematically depicted in figure D below, the pledge is represented on the books of Swiss Bank by a debit to the "Australian Investor Account" of 500,000 in respect of the Illinois Inc. shares and a corresponding credit to the new "Australian Investor Pledge to London Bank Account". The pledge does not result in any change on the books of European ICSD (because both these accounts are accounts in the books of Swiss Bank and there is no change in the "Swiss Bank Omnibus Customers Account) or on the books of California Sub-custodian or DTC.



[126] This is in addition to any question as to whether either pledge may be invalidated under rules of Australian insolvency law, for example, as a preference. As explained above, it is not intended that the proposed Convention would affect such insolvency rules, see *supra*, p. 21.

Après avoir signé le contrat de nantissement en faveur de la Banque londonienne, l'Investisseur australien conclut un nouvel acte de nantissement portant sur les 500.000 actions d'Illinois Inc. avec la Banque italienne. Le deuxième nantissement est valable en vertu de la loi italienne (la loi choisie par l'Investisseur australien et la Banque italienne dans leur acte de nantissement).

C'est alors que l'Investisseur australien tombe en faillite en Australie. Le liquidateur demande au tribunal australien de statuer s'il doit considérer que les nantissements constitués au profit de la Banque londonienne et de la Banque italienne sont valables et, dans l'affirmative, de déterminer leur rang.

Dans ce deuxième cas de figure, en vertu de PRIMA, les questions de droit *patrimonial* telles que l'opposabilité du droit portant sur les actions de *Illinois Inc.* constitué au profit de la Banque londonienne, ainsi que le rang de la Banque londonienne par rapport au rang de la Banque italienne, seront régies par le droit suisse, à savoir la loi de la Banque suisse, l'intermédiaire dans les livres duquel le nantissement est inscrit[127].

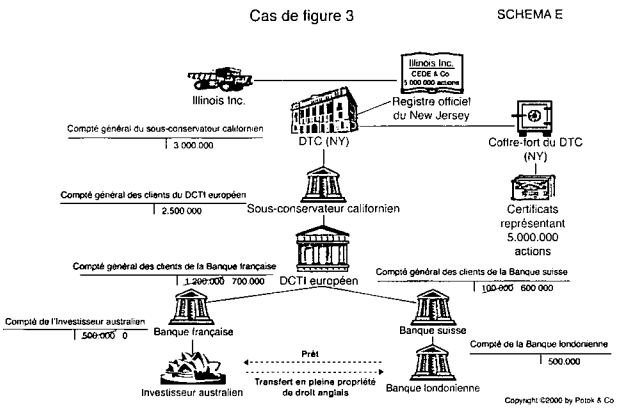
C. *Cas de figure 3 – Les titres donnés en garantie font l'objet d'un transfert en pleine propriété et le constituant et le bénéficiaire de la sûreté détiennent leurs droits par le biais d'intermédiaires différents*

Les faits sont les mêmes que dans le deuxième cas de figure, sauf qu'au lieu d'avoir recours à la technique du nantissement, l'Investisseur australien, en contrepartie d'un prêt, transfère à la Banque londonienne la propriété des 500.000 actions d'*Illinois Inc.* selon les modalités d'un contrat régi par la loi anglaise. Conformément au contrat de cession de titre, la Banque londonienne s'engage à restituer des actions de même nature lorsque le prêt sera remboursé.

*Avant la remise en pleine propriété, les droits de l'Investisseur australien se rapportant aux actions d'*Illinois Inc. *apparaissaient au crédit du « compte de l'Investisseur australien » ouvert dans le livre de son intermédiaire, la Banque française. Cette remise se matérialise par un débit du « compte de l'Investisseur australien » ouvert dans les livres de la Banque française pour un total de 500.000 actions d'*Illinois Inc. *et un crédit correspondant au « compte la Banque londonienne » ouvert dans les livres de l'intermédiaire de la Banque londonienne, la Banque suisse. Cette modification se traduira dans les livres du DCTI européen par un débit du « compte général de la clientèle de la Banque française », ce qui entraîne une diminution des droits attachés aux actions d'*Illinois Inc., *qui passent de 1,2 million à 700.000. Un montant équivalent de titres est porté au crédit du « compte général de la clientèle de la Banque suisse » dans le livre du DCTI européen, de sorte que le solde d'actions d'*Illinois Inc. *s'accroît et passe de 100.000 à 600.000. Le nantissement n'entraîne aucun changement dans le livre du Sous-conservateur californien ou de DTC.*

*Après avoir signé l'ordre de mouvement portant sur la cession de titres, mais avant la finalisation des écritures en faveur de la Banque londonienne (par les inscriptions en comptes appropriées), l'Investisseur australien conclut aussi un autre acte de nantissement des mêmes 500.000 actions d'*Illinois Inc. *en faveur de la Banque italienne. Le nantissement est valable selon les principes du droit matériel italien, la loi choisie par les parties pour régir l'acte de nantissement. Postérieurement à la conclusion de l'acte de nantissement par l'Investisseur australien, la remise en pleine propriété de titres est formalisée par les inscriptions en compte nécessaires.*

C'est alors que l'Investisseur australien tombe en faillite en Australie. Le liquidateur demande au tribunal australien de statuer sur les points suivants : (i) doit-il considérer que les nantissements faits au profit de la Banque italienne sont valables ? (ii) la Banque londonienne doit-elle être considérée comme ayant acquis un droit valable et opposable aux tiers ? et (iii) si la réponse à chacune des questions précédentes est positive, doit-on considérer les droits de la Banque londonienne comme subordonnés au nantissement constitué au profit de la Banque italienne ?



Cet exemple est plus complexe que les deux premiers cas de figure parce que les droits de l'Investisseur australien ne sont pas cédés directement à la Banque londonienne puisque l'Investisseur australien ne détient pas ses droits par le même intermédiaire que la Banque londonienne (contrairement au deuxième cas de figure, dans lequel les droits de l'Investisseur australien sont crédités dans un compte ouvert dans les livres de la Banque suisse, dont l'Investisseur australien est titulaire, avant que le nantissement au profit de la Banque londonienne soit constitué). Au lieu de cela, l'Investisseur australien donne l'ordre à son intermédiaire, la Banque française, de céder les droits sur les titres faisant partie de la masse de titres détenus par la Banque française pour le compte de sa clientèle par l'intermédiaire du DCTI européen en vue de le créditer au compte de la Banque suisse (à savoir le compte général de la clientèle de la Banque suisse). La Banque suisse reçoit l'ordre du DCTI européen de créditer le compte de la Banque londonienne ouvert dans ses livres. Il en résulte que l'Investisseur australien cesse d'avoir des droits sur la masse de titres (réduite) de la Banque française détenus pour le compte de la clientèle de celle-ci et la Banque londonienne obtient des droits sur l'augmentation de la masse de titres (augmentée) détenus pour le compte de la Banque suisse. En vertu de PRIMA, tout ce qui concerne les droits patrimoniaux à chacune des trois étapes de ce processus de cession sera régi par une loi différente :

- La question de savoir si la Banque londonienne acquiert un droit valable sur la masse des titres détenus par la Banque suisse pour le compte de sa clientèle relève du droit suisse, la loi du lieu de la Banque suisse, l'intermé-

[127] Ce scénario était envisagé par les experts dans les 28 pays étudiés par l'Expert juridique auprès du Bureau Permanent. Au travers des résultats de l'étude, on peut noter l'état de confusion qui existe dans le droit actuel de nombreux pays. La multitude des réponses probables et possibles dans l'état du droit actuel sont exposées dans le cas de figure schématique No 1 (opposabilité) et dans le cas de figure No 2 (ordre de priorité entre les créanciers) figurant à l'Annexe B de ce Rapport.

After executing the Pledge Agreement in favour of London Bank, Australian Investor again enters into a pledge agreement in respect of the same 500,000 Illinois Inc. shares with Italian Bank. The second pledge is valid under Italian substantive law (the governing law chosen by Australian Investor and Italian Bank in their pledge agreement).

Australian Investor then enters insolvency in Australia. The liquidator asks the Australian court to rule on whether the pledges in favour of London Bank and Italian Bank should be treated as valid and, if both pledges are to be treated as valid, how they should be regarded as ranking against each other.

In this second fact pattern, under PRIMA, *proprietary* issues, such as whether London Bank received a perfected interest in respect of these Illinois Inc. shares and whether London Bank has priority over the interest of Italian Bank, would be governed by Swiss law, as the law of the place of Swiss Bank, the intermediary on whose books the pledge in favour of London Bank is recorded.[127]

C. *Fact Pattern 3 – Collateral provider and collateral taker hold through different intermediaries and collateral provided by way of title transfer*

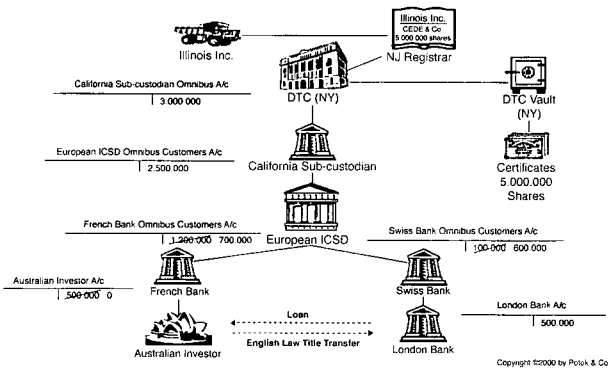
The facts are the same as in Fact Pattern 2, except that instead of using a pledge mechanism, in return for a loan, Australian Investor transfers to London Bank title to its interests in the 500,000 Illinois Inc. shares under English law transfer of title documentation. Under the title transfer arrangement, London Bank promises to return equivalent shares once the loan is repaid.

Prior to the title transfer, Australian Investor's interest in respect of the Illinois Inc. shares is recorded as a credit to the "Australian Investor Account" on the books of its intermediary, French Bank. The title transfer results in a debit to the "Australian Investor Account" on the books of French Bank for 500,000 Illinois Inc. shares and a corresponding credit to the "London Bank Account" on the books of London Bank's intermediary, Swiss Bank. This change will also be reflected on the books of European ICSD with a debit to the "French Bank Omnibus Customers Account" that results in a decrease for interests in respect of Illinois Inc. shares from 1.2 million to 700,000 and a corresponding credit to the "Swiss Bank Omnibus Customers Account," so that the balance increases from 100,000 to 600,000 in respect of Illinois Inc. shares. The pledge does not result in any change on the books of California Sub-custodian or DTC.

After signing the transfer of title documentation but prior to completing the transfer to London Bank (through the appropriate book entries), Australian Investor also enters into a pledge agreement in respect of the same 500,000 Illinois Inc. shares with Italian Bank. The pledge is valid under Italian substantive law as the governing law chosen by Australian Investor and Italian Bank in the pledge agreement. After Australian Investor enters into the pledge agreement, the title transfer is completed by the necessary book entries.

Australian Investor then goes into insolvency in Australia. The liquidator asks the Australian court to rule on (i) whether the pledge in favour of Italian Bank should be treated as valid, (ii) whether London Bank should be regarded as having acquired a valid and completed interest and (iii) if the answers to both (i) and (ii) are "yes", whether London Bank's interest should be treated as subject to Italian Bank's pledge.

Fact Pattern 3 FIGURE E



This example is more complicated than the first two fact patterns because Australian Investor's interest is not transferred directly to London Bank, since Australian Investor never holds an interest with the same intermediary as London Bank (this contrasts with Fact Pattern 2, in which Australian Investor's interest is moved to Swiss Bank before the pledge to London Bank takes effect). Instead, Australian Investor instructs its intermediary, French Bank, to transfer interests forming part of French Bank's pool of customer securities held through European ICSD to Swiss Bank's pool of customer securities also held through European ICSD, with a request to Swiss Bank to credit London Bank's account at Swiss Bank. As a result, Australian Investor ceases to have any interest in French Bank's (reduced) pool of customer securities and London Bank receives an interest in Swiss Bank's (enlarged) pool of customer securities.

Under PRIMA, the proprietary aspects of each of the three stages of this transfer process will be governed by a different law:

- Whether London Bank acquires a valid interest in Swiss Bank's pool of customer securities is a matter of Swiss

[127] This fact pattern was considered by experts in 28 jurisdictions surveyed by the Legal Expert to the Permanent Bureau. The state of confusion in the current law in many jurisdictions can be seen in the results. The multitude of probable and possible answers under current law are shown in schematic form in Figure 1 (perfection of pledge) and Figure 2 (priorities) in Appendix B to this Report.

diaire auprès duquel sont comptabilisés les droits sur cette masse de titres.

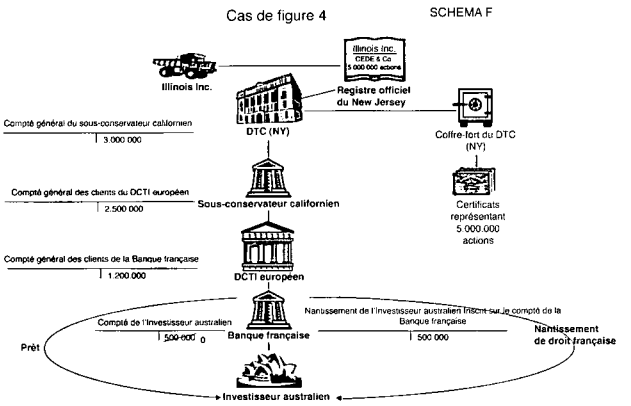
- La question de savoir si les droits de l'Investisseur australien sur la masse de titres détenus par la Banque française pour le compte de sa clientèle sont valablement éteints relève de la loi française, en tant que loi de la Banque française, intermédiaire dans les livres duquel les droits de l'Investisseur australien sont inscrits.
- La question de savoir si la quote-part des droits de la Banque française sur la masse de titres des participants du DCTI européen a été cédée valablement à la Banque suisse relève de la loi du lieu du DCTI européen, l'intermédiaire dans les livres duquel sont comptabilisés les droits de la Banque française et de la Banque suisse.

On pourrait se demander si, en droit français, les droits de l'Investisseur australien ont été valablement éteints et si, selon la loi du DCTI européen, les droits de la Banque française ont été valablement cédés à la Banque suisse. Toutefois, relèvera de la loi du DCTI européen la question de savoir si un vice, tel que défini par le droit français, affectant le premier élément de la transaction se répercutera sur le deuxième élément au point de le remettre en cause ou de l'annuler. Relèvera de la loi suisse la question de savoir si un vice[128] affectant le deuxième élément en vertu de la loi du DCTI européen, se répercutera sur le troisième élément au point de le remettre en cause ou de l'annuler. Cette analyse est plus ou moins analogue à l'analyse des transferts de fonds internationaux, qui se traduisent la plupart du temps par des transferts de comptes à comptes d'une ou de plusieurs banques correspondantes agissant pour le compte du donneur d'ordre et du bénéficiaire ultime dans l'ordre de virement[129].

D. *Cas de figure 4 – Les titres donnés en garantie font l'objet d'un nantissement et le constituant de la sûreté détient ses droits par l'intermédiaire du bénéficiaire de la sûreté agissant en tant qu'intermédiaire*

Enfin, nous examinons la situation où l'Investisseur australien demande à son intermédiaire, la Banque française, d'accorder un prêt garanti par un nantissement portant sur les droits se rapportant aux actions d'*Illinois Inc.*

*L'Investisseur australien constitue un nantissement sur 500.000 actions d'*Illinois Inc. *régi par la loi française. Comme l'on peut le voir dans l'illustration au schéma ci-dessous, le nantissement est inscrit par la Banque française par un débit au « compte de l'Investisseur australien » concernant les 500.000 actions d'*Illinois Inc. *et un crédit correspondant au « compte nanti de l'Investisseur australien en faveur de la Banque française ». Le nantissement n'entraîne aucune modification ni dans les livres du DCTI européen, ni du Sous-conservateur californien ou de DTC.*



*Après avoir constitué un nantissement en faveur de la Banque française, l'Investisseur australien conclut un autre acte de nantissement portant sur les mêmes 500.000 actions d'*Illinois Inc. *en faveur de la Banque italienne. Le deuxième nantissement est soumis au droit matériel italien (la loi choisie par l'Investisseur australien et la Banque italienne dans leur acte de nantissement).*

C'est alors que l'Investisseur australien tombe en faillite en Australie. Le liquidateur demande au tribunal australien de statuer sur la validité des nantissements constitués au profit de la Banque française et de la Banque italienne et, au cas où les deux nantissements seraient retenus comme valables, de décider de leur rang.

Dans ce quatrième cas de figure, en vertu de PRIMA, les questions patrimoniales, comme par exemple celle concernant l'opposabilité du nantissement en faveur de la Banque française portant sur les actions de l'Investisseur australien et celle visant à établir si la Banque française prime la Banque italienne, seraient régies par la loi française, c'est-à-dire la loi de la Banque française, intermédiaire dans les livres duquel les droits de la Banque française sont inscrits. Il convient de noter que, dans ce cas de figure, la Banque française agit à la fois comme intermédiaire et bénéficiaire de la garantie. Le nantissement est inscrit dans ses livres[130].

III. Où est situé l'intermédiaire concerné ?

Une fois l'intermédiaire concerné *identifié*, il reste encore à déterminer le lieu où est situé cet intermédiaire pour les besoins de PRIMA.

[128] Y compris, le cas échéant, un vice survenant du fait que cette loi considère que le vice affectant le premier élément, en vertu du droit français, se répercutera sur le deuxième élément.

[129] Ce scénario était également envisagé par les experts dans les pays étudiés par l'Expert juridique auprès du Bureau Permanent. Les réponses probables et possibles dans l'Etat du droit actuel sont exposées dans le cas de figure schématique No 3 (réalisation du transfert – *completion of transfer*) et dans le cas de figure No 4 (transfert soumis à un nantissement) figurant à l'Annexe B de cet Rapport.
Les experts ont également envisagé la situation où les titres sont transférés par le moyen d'une vente plutôt que par une remise en garantie. Bien que l'on aurait pu penser que les réponses portant sur la loi applicable soient les mêmes indépendamment du fait que le transfert soit à titre de garantie ou pour une vente pure et simple, ceci n'est pas le cas. Les résultats sont exposés dans le cas de figure schématique No 5 (réalisation du transfert) et dans le cas de figure No 6 (transfert soumis à un nantissement) figurant à l'Annexe B de ce Rapport. Pour un exemple où différents critères s'appliquent au transfert de propriété aux fins de sûreté et à la vente pure et simple, voir l'analyse de la loi suisse, *infra*, p. 64 et s.

[130] De prime abord, il semblerait que, dans cet exemple, PRIMA viserait la loi du DCTI européen, l'intermédiaire de la Banque française détenant les titres. Toutefois, ce point de vue ne tient pas suffisamment compte des droits particuliers que la Banque française acquiert dans le cas d'espèce, à savoir un droit de copropriété sur la masse des titres qu'elle détient pour le compte de ses clients – un droit qui est inscrit dans ses livres et non dans les livres du DCTI européen.
L'analyse serait la même si la transaction consistait en une cession de titres de l'Investisseur australien au profit de la Banque française. Similairement, les droits qui seraient cédés ici seraient les droits de l'Investisseur australien sur la masse de titres détenus par la Banque française pour le compte de ses clients. Les droits sont inscrits dans les livres de la Banque française et non pas dans ceux du DCTI européen.

law, as the law of the place of Swiss Bank, the intermediary on whose books interests in that pool are recorded.

- Whether Australian Investor's interest in French Bank's pool of customer securities is validly extinguished is a matter of French law, as the law of the place of French Bank, the intermediary on whose books Australian Investor's interest is recorded.
- Whether the appropriate proportion of French Bank's interest in European ICSD's pool of participants' securities is validly transferred to Swiss Bank is a matter of the law of the place of European ICSD, the intermediary on whose books French Bank's and Swiss Bank's interests are recorded.

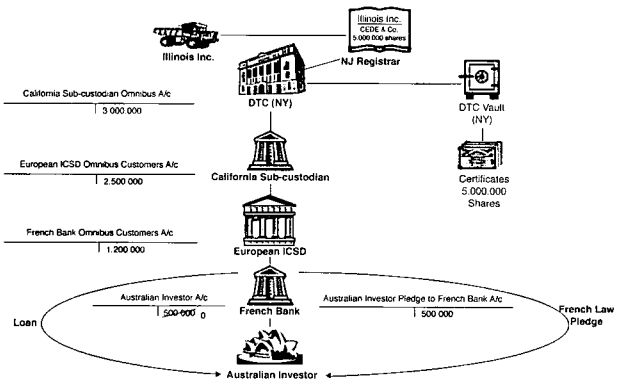
There could be questions under French law as to whether Australian Investor's interest has been validly extinguished and under the law of the place of the European ICSD as to whether French Bank's interest has been validly transferred to Swiss Bank. However, whether any defect, under French law, in the first element of the transaction will flow through so as to impair or invalidate the second element will be a matter of the law of the place of the European ICSD. Likewise, whether any defect[128] in the second element under the law of the place of the European ICSD will flow through so as to impair or invalidate the third element will be a matter of Swiss law. This analysis has some similarities to the analysis of international cash transfers, which will typically involve transfers across accounts of one or more correspondent banks acting for the ultimate payer and payee.[129]

D. *Fact Pattern 4 – Collateral provider holds through collateral taker as intermediary and collateral provided by way of pledge*

Finally, we consider the situation where Australian Investor requests that its intermediary, French Bank, make the loan in return for a pledge by Australian Investor of its interest in respect of the Illinois Inc. shares.

Australian Investor pledges its interest in respect of 500,000 Illinois Inc. shares to French Bank under a pledge whose contractual aspects are governed by French law. As schematically depicted in figure F below, the pledge is represented on the books of French Bank by a debit to the "Australian Investor Account" in respect of 500,000 Illinois Inc. shares and a corresponding credit to the "Australian Investor Pledge to French Bank Account". The pledge does not result in any change on the books of European ICSD, California Sub-custodian or DTC.

Fact Pattern 4 FIGURE F



After executing the pledge in favour of French Bank, Australian Investor also enters into a pledge agreement in respect of the same 500,000 Illinois Inc. shares with Italian Bank. The second pledge is valid under Italian substantive law (the governing law chosen by Australian Investor and Italian Bank in their pledge agreement).

Australian Investor then enters insolvency in Australia. The liquidator asks the Australian court to rule on whether the pledges in favour of French Bank and Italian Bank should be treated as valid and, if both pledges are to be treated as valid, how they should be regarded as ranking against each other.

In this fourth fact pattern, under PRIMA, proprietary issues, such as whether French Bank obtained a perfected pledge of Australian Investor's interest in respect of the Illinois Inc. shares and whether French Bank has priority over the interest of Italian Bank, would be governed by French law, as the law of the place of French Bank, the intermediary on whose books the interest of French Bank is recorded. Note that here, because French Bank acts as both intermediary and secured party, the record of French Bank's pledge is made on its own books.[130]

III. Where is the relevant intermediary located?

Once the relevant intermediary has been *identified*, one still has to determine where the relevant intermediary is *located* for purposes of PRIMA.

[128] Including, if applicable, a defect arising because that law recognises a defect in the first element of the transaction under French law as infecting the second element.

[129] This fact pattern was also considered by experts in the jurisdictions surveyed by the Legal Expert to the Permanent Bureau. The probable and possible answers under current law are shown in schematic form in Figure 3 (completion of transfer) and Figure 4 (priorities) in Appendix B to this Report.

The experts also considered the situation where securities are transferred by way of sale rather than as collateral. Although one would expect that the answers would be the same as to applicable law irrespective of whether the transfer is for collateral purposes or as a pure sale, this is not the case. The results are shown in schematic form in Figure 5 (completion of transfer) and Figure 6 (priorities) in Appendix B to this Report. For an example of different tests applied to title transfer for collateral purposes and outright sale, see the analysis of Swiss law, *infra*, pp. 65 *et seq.*

[130] Superficially, it might appear that in this example PRIMA would point to the law of the place of European ICSD, the intermediary through which French Bank holds its underlying interests. However, this argument fails to focus properly on the particular interest that French Bank is here acquiring, namely, a co-proprietary interest in its own pool of customer securities – an interest which is recorded in its own books and not on the books of European ICSD.

The same analysis would apply if the transaction were a transfer of title from Australian Investor to French Bank. The interest transferred here would likewise be Australian Investor's interest in French Bank's pool of customer securities, an interest recorded on French Bank's books and not on those of European ICSD.

Il convient, dans un premier temps, de distinguer le lieu de l'*intermédiaire,* c'est-à-dire son établissement et le lieu où sont conservées les « données électroniques » de l'intermédiaire. Les données électroniques peuvent, en effet, être conservées dans un système informatique situé dans un autre pays, voire dans plusieurs pays à la fois ; ou, si l'on a recours à *un réseau électronique,* il peut même être impossible de situer le lieu de conservation des données en un lieu unique. C'est pourquoi il semble important de prévoir, dans la Convention proposée, que le lieu de l'intermédiaire ne se confond pas avec le lieu de localisation des moyens techniques permettant la tenue des comptes dans le cadre d'un système de détention indirecte. Le principe posé par la Convention devrait plutôt renvoyer au droit du lieu de l'intermédiaire tenant le compte de l'investisseur[131]. Se pose alors la question suivante : quel est le lieu de l'établissement de l'intermédiaire teneur de compte[132] ? A titre d'exemple, au cas où la succursale néerlandaise de la Banque suisse interviendrait dans le premier cas de figure ci-dessus, où le lieu de l'intermédiaire se trouverait-il pour les besoins de PRIMA ?

L'un des critères à retenir pour déterminer le lieu de l'intermédiaire pourrait être la *convention d'ouverture de compte* qui régit la relation entre un intermédiaire et ses clients (souvent qualifiée de contrat de conservation) et qui précise l'adresse de l'intermédiaire. Dans un tel cas, cette adresse sera considérée comme le lieu de l'intermédiaire concerné. Cette solution présenterait naturellement l'inconvénient qu'un tiers ne pourrait pas avoir accès à la convention d'ouverture de compte et donc ne pourrait pas connaître l'adresse de l'intermédiaire.

Une autre approche consisterait à retenir l'adresse figurant dans *le relevé de compte le plus récent* transmis par l'intermédiaire à son client. Cette approche offre l'avantage d'être plus accessible à un tiers. La Banque italienne, dans le cas de figure décrit ci-dessus, demanderait ainsi à se faire remettre les relevés de compte avant la constitution du nantissement sur les titres. Elle saurait ainsi par avance que ses droits sont régis par le droit du lieu de l'adresse mentionnée dans le relevé.

La solution préférable se retrouve peut-être dans l'approche retenue par l'article 8 de l'UCC et par le projet de Directive européenne relative aux sûretés transfrontalières. Cette approche retient une cascade de réponses qui consiste à retenir en priorité l'adresse stipulée dans la convention d'ouverture de compte et, en l'absence de mention d'adresse dans celle-ci, à retenir l'adresse mentionnée dans le relevé de compte ou, le cas échéant, vice versa. Dans les cas extrêmement rares où ni le contrat d'ouverture de compte ni le relevé le plus récent ne mentionnent l'adresse de l'intermédiaire, il faudra rechercher une deuxième solution de repli. En pareil cas, le principe devrait être de s'assurer que non seulement l'intermédiaire et tous ses clients, mais également les tiers peuvent se référer à un corps de règles unique et aisément accessible, permettant à chacun de savoir quels sont ses droits et ses obligations. Nous estimons donc que cette deuxième position de repli devrait tenir compte essentiellement de facteurs *juridiques.* Le lieu de localisation de l'intermédiaire pourrait alors être établi par référence à son *siège social* ou par référence au droit en vertu duquel l'intermédiaire a été *constitué*[133]. La question de savoir dans quelle mesure la Convention proposée devrait faire référence à des notions de *fait* telles que « le centre administratif de l'intermédiaire », « son établissement principal » ou encore « le lieu principal de ses activités », devra faire l'objet d'un examen attentif au cours de la réunion des Experts. Une question connexe qui devra elle aussi faire l'objet d'une réflexion approfondie concerne l'intermédiaire qui exerce son activité au travers d'une *succursale* : en pareil cas, la règle édictée selon le principe de PRIMA devrait-elle viser le pays dans lequel est situé l'établissement principal ou bien le pays où se trouve la succursale ?

IV. La règle de PRIMA s'applique-t-elle à toutes les catégories de parties ?

Etant donné que la règle de PRIMA vise essentiellement le lieu où est situé l'*intermédiaire,* le critère devrait s'appliquer indépendamment de la nature juridique du constituant de la sûreté / cédant et du bénéficiaire de la sûreté / cessionnaire[134]. La règle de PRIMA évite donc le délicat problème d'avoir à définir un ou plusieurs facteurs de rattachement applicables aux situations qui impliquent à la fois une grande diversité *d'entités juridiques* ainsi que des *personnes physiques.*

V. La règle de PRIMA renvoie-t-elle aux règles de droit matériel d'un Etat ou à ses règles de droit international privé *(renvoi)* ?

Par ailleurs, la question se pose de savoir si le renvoi à la loi du lieu où est situé l'intermédiaire concerné inclut les règles de conflit de lois de cette juridiction ou s'il doit être compris comme désignant simplement ses règles de droit matériel. En d'autres termes, PRIMA permet-elle un *renvoi* ?

Traditionnellement, les Conventions de La Haye relatives au droit applicable excluent toute forme de *renvoi.* Le présent Rapport soutient que cela devrait également être le cas dans la Convention proposée. Si la règle de détermination du droit applicable devait comprendre les règles de droit international privé de la juridiction désignée par PRIMA, un élément d'insécurité juridique contraire à l'objet même de la Convention proposée serait réintroduit : si, à supposer que l'on retienne le concept du *renvoi,* les règles de droit international privé de la juridiction désignée par PRIMA, désigne le droit d'un Etat qui n'est pas partie à la Convention et qui, de fait, a retenu une approche différente de la question en cause (par exemple, *« l'approche de la transparence »*), les parties à une opération perdraient complètement le bénéfice de sécurité juridique

[131] On a, à bon droit, insisté sur ce point lors du colloque d'Oxford, voir Potok, *op. cit.* (note 8), p. 7, note 15.

[132] Sur cette question, voir également le projet de Directive du Parlement européen et du Conseil sur le recours à des garanties transfrontalières, *infra,* note 164, et le texte qui l'accompagne, ainsi que l'art. 8-110(e) modifié de l'U.C.C., *infra,* p. 60.

[133] Le concept de « siège social » *(statutory seat)* est bien connu dans de nombreux pays de droit civil (bien que le sens précis de cette expression puisse varier d'un pays à un autre) mais il est inconnu d'autres systèmes de droit, et notamment des pays de *common law.* Un autre critère est dès lors nécessaire. L'on pourrait ainsi retenir le lieu où l'intermédiaire a été constitué. La solution proposée ici se fonde sur l'art. 3, par. 2 de l'*avant-projet de Convention sur la compétence et les jugements étrangers en matière civile et commerciale,* adopté en 1999 par une Commission spéciale de la Conférence de La Haye de droit international privé. Pour de plus amples détails concernant l'art. 3, par. 2, consulter le Rapport explicatif sur l'avant-projet de Convention, rédigé par Peter Nygh et Fausto Pocar. Tant l'avant-projet de Convention que le Rapport explicatif peuvent être consultés sur le site de la Conférence de La Haye (< http://www.hcch.net >), sous la rubrique *« travaux en cours ».*

[134] Ainsi, une partie peut être une société ou autre personne morale, une association de personnes morales dépourvue de personnalité juridique, mais habilitée selon la loi qui la régit à ester en justice, ou une personne physique. Il n'y aurait aucun traitement particulier pour, par exemple, une banque centrale, un participant à un système de règlement – livraison ou une institution réglementée.

First, one needs to distinguish the place where the *intermediary* is located, that is, its actual office, from the place where the "*electronic data*" of the intermediary are kept. The electronic data might be kept in a computer system physically located in a different country or even in multiple places; or where an electronic *network* is being used, it might even be impossible to locate it at a single place. Hence, it seems important to ensure in the proposed Convention that an intermediary's place is *not* regarded as the place at which the technology supporting the bookkeeping within the indirect holding system is located; instead the proposed Convention's rule should refer to the law of the place where the actual office of the intermediary maintaining the investor's account is located.[131] The next question then is: where is the office of the intermediary maintaining the account located?[132] For example, if it were Swiss Bank's Dutch office that acted as immediate intermediary in the first fact situation above, where would the intermediary be located for purposes of PRIMA?

One possible method to locate the intermediary would be to look to the *account agreement* governing the relationship between an intermediary and its clients (often referred to as the custody agreement), which will indicate the address of the intermediary's office. In such a case, this address could be regarded as the authoritative location of the relevant intermediary. The obvious problem with this solution is that a third party may not have access to the account agreement to see the address.

Another possibility is that the relevant intermediary's office should be the address stated in the *most recent account statement* sent by the intermediary to its client. This answer has the advantage of being more readily accessible – a third party, like Italian Bank in our examples above, would ask to see a current account statement before taking the pledge of securities and would therefore know that its rights will be governed by the law of the address stated.

Perhaps the preferable answer, along the lines of Article 8 of the U.C.C. and the proposed EU Collateral Directive, is a cascade of answers, first looking to the address in the account agreement, and, if none is present, looking to the address in the account statement, or possibly vice versa. For the extremely rare cases in which neither the account agreement nor the most recent account statement contain an address of the intermediary, a second fall-back position needs to be established. The policy here should be to ensure that not only the intermediary and all of its clients but also third parties can look to a single, readily identifiable body of law to determine their rights and duties. Therefore, it is suggested that this second fall-back position should primarily focus on *legal* factors. The place of the intermediary could therefore be ascertained on the basis of its *statutory seat* or by referring to the law under which it has been *incorporated or formed.*[133] To what extent references to *factual* concepts such as "the central administration of the intermediary", "its principal establishment" or its "principal place of business" should be retained in the proposed Convention, will have to be examined carefully during the Experts meeting. A closely related point to be considered thoughtfully will be the situation in which the intermediary operates through a *branch office*: in such a case, should PRIMA point to the jurisdiction where the head office is located or to the jurisdiction in which the branch is located?

IV. Does PRIMA apply to all types of parties?

As the focus of PRIMA is the location of the *intermediary*, the test should apply regardless of the legal status of the pledgor / transferor or pledge / transferee.[134] PRIMA thus avoids the complex problem of developing one or several connecting factors suitable to situations which involve a large variety of *legal entities* as well as *natural persons*.

V. Does PRIMA point to a State's substantive law or to its private international law *(renvoi)*?

There is the further question whether the reference to the law of the place of the relevant intermediary includes this jurisdiction's conflict of laws rules or is to be understood as merely designating its substantive rules. In other words, is there room for *renvoi*?

Traditionally, the Hague Conventions on the applicable law exclude any form of *renvoi*. It is argued in this Report that this should also apply to the proposed Convention. If the designation of the applicable law were to include the PRIMA jurisdiction's private international law rules, one would reintroduce an element of *uncertainty* and thereby frustrate the purpose of the proposed Convention: if, within a *renvoi* concept, the PRIMA jurisdiction's private international law rules point to the law of a State which is not a party to the proposed Convention and which in fact has adopted a different approach to the question at stake (let us assume the "*look-through approach*"), the parties to a transaction would lose all the benefits of certainty and predictability that the proposed Convention is designed to

[131] This has rightly been emphasised at the Oxford colloquium, see Potok, *op. cit.* (footnote 31), p. 7, footnote 15.

[132] On this issue, see also text of the proposed Directive of the European Parliament and the Council on the cross-border use of collateral, *infra*, footnote 164, and accompanying text, as well as the text of Art. 8-110(e) of revised Art. 8 U.C.C., *infra*, p. 61.

[133] The concept of *statutory seat* is well established in many civil law countries (although its precise meaning may vary from one country to another) but is unknown in other legal systems, in particular in *common law countries*. Hence, an alternative criterion is needed. It is suggested here that this should be the place in which the intermediary was formed. The suggestion put forward here is based on Art. 3, para. 2, of the preliminary draft Convention on Jurisdiction and Foreign Judgments in Civil or Commercial Matters, adopted in October 1999 by a Special Commission of the Hague Conference on Private International Law. For further details on Art. 3, para. 2, see the Explanatory Report on the preliminary draft Convention, drawn up by Peter Nygh and Fausto Pocar. Both the preliminary draft Convention and the Explanatory Report are available on the website of the Hague Conference (< http://www.hcch.net >), under the heading *Work in Progress*.

[134] Either party might therefore be a corporation or other legal person, an association of legal persons which lacks legal personality but which is capable under the law which governs it of appearing and pleading before a court, or a natural person. There would be no special treatment for, *e.g.*, central banks, participants in settlement systems or regulated institutions.

et de prévisibilité que la Convention proposée a justement pour objectif d'assurer[135]. Il est dès lors présumé que le tribunal saisi devrait appliquer les règles de droit matériel de la juridiction désignée par PRIMA, sans tenir compte des règles de droit international privé de cette même juridiction[136].

VI. Résumé

Les principales modalités de PRIMA peuvent être résumées de la façon suivante :

- Selon PRIMA, les questions concernant la création, l'opposabilité aux tiers *(« perfection »)*, ou le caractère définitif de la transaction, le droit de priorité et la réalisation des droits sur des titres, sont régies par le droit du lieu de l'intermédiaire direct dans les livres duquel les droits en question sont inscrits ;
- PRIMA situe tous les droits d'un investisseur sur un portefeuille de titres dans une seule juridiction, même lorsque les émetteurs et les supports matériels (certificats) attestant l'existence des titres sous-jacents sont situés dans des pays différents ;
- PRIMA s'applique indépendamment du fait que le transfert s'effectue sous forme de cession ou au moyen d'une opération de constitution de sûreté et, dans le cas d'une opération de constitution de sûreté, PRIMA s'applique, que celle-ci prenne la forme d'un nantissement ou celle d'un transfert en pleine propriété ;
- PRIMA s'applique sans tenir compte du fait que (i) le constituant ou le bénéficiaire de la sûreté ou (ii) le cédant ou le cessionnaire, est de la nature juridique spécifique du constituant ou du bénéficiaire de la sûreté.
- PRIMA s'applique quelle que soit la juridiction dans laquelle est constitué ou situé le constituant de la sûreté, le bénéficiaire de la sûreté ou tout autre intermédiaire.

Il convient, en outre, d'insister sur les particularités suivantes :

- Lorsque le bénéficiaire de la sûreté agit en tant qu'intermédiaire du constituant (c'est-à-dire lorsque le constituant détient la sûreté par l'intermédiaire du bénéficiaire de la sûreté avant que celle-ci ne soit constituée) et est ainsi le créancier privilégié, le droit applicable à l'intermédiaire en question sera la loi de la localisation du bénéficiaire de la sûreté ;
- Le lieu de l'intermédiaire en question peut être déterminé par référence à :

(i) l'adresse indiquée dans la convention d'ouverture de compte réglant les relations entre l'intermédiaire et son client,

(ii) l'adresse indiquée dans le dernier relevé de compte adressé par l'intermédiaire à son client, ou

(iii) dans tout autre cas, au *siège social* ou au droit en vertu duquel l'intermédiaire a été *constitué*.

- La détermination de la loi du pays de l'intermédiaire en vertu de PRIMA est arrêtée par référence aux règles de droit matériel du lieu de localisation de l'intermédiaire et *exclut* toute forme de *renvoi* ;
- Aux termes de la Convention proposée, un droit opposable ou définitif déterminé en vertu de l'application de PRIMA reste soumis aux contraintes des lois régissant la faillite. Ainsi en cas de faillite du constituant de la sûreté, les droits du bénéficiaire de la sûreté restent soumis aux lois de la faillite de la juridiction compétente en matière de faillite.

VII. Autres questions à examiner lors de la réunion des experts

A. *Définition des titres*

Parmi les autres questions qui devront être examinées lors de la réunion du Groupe d'Experts de janvier 2001, la *définition* du terme *« titres »* semble revêtir une importance particulière : à quelle sorte de titres la Convention proposée devra-t-elle s'appliquer ? Le terme « titres » *(securities)* ou « titre » *(security)* semble être utilisé dans des contextes différents et peut ainsi revêtir de nombreuses significations[137]. Ceci illustre l'importance de définir clairement le champ d'application de la Convention. Sous réserve de ces remarques, il paraît souhaitable de retenir une définition du terme « titre » aussi large que possible. Cette définition devra être suffisamment flexible de manière à pouvoir englober de nouveaux types d'instruments pouvant être conçus à l'avenir.

Deux approches sont envisageables. La première serait de ne pas tenter de donner une définition exhaustive, mais d'utiliser le terme « titres » en donnant une liste d'exemples (tels qu'actions, obligations, certificats de dépôt, etc.) en partant du principe que les Etats utiliseront le terme dans son sens ordinaire et dans le contexte précisé par lesdits exemples[138]. L'intérêt de cette approche est qu'elle permet l'usage d'un terme relativement simple. Le risque est qu'elle laisse le champ ouvert à des divergences d'interprétation dans le cadre de la mise en œuvre de la Convention proposée. Cela étant dit, le risque peut être considéré comme acceptable et limité si l'on considère que le terme « titres » est utilisé largement et de manière suffisamment cohérente sur les marchés internationaux.

La seconde approche consisterait à tenter de définir de manière définitive le terme « titres ». Bien que cette approche soit de nature à favoriser la certitude et à faciliter une interprétation uniforme, une définition détaillée se heurterait au souci de flexibilité nécessaire pour pouvoir accueillir de nouveaux types de titres.

Les paragraphes suivants tracent quelques grands traits caractéristiques pouvant être envisagés et reprennent quelques définitions actuellement utilisées dans certains textes légaux. C'est sur la base de ces traits caractéristiques que les deux approches pourraient être analysées.

La Convention proposée s'inscrit clairement dans un contexte où le type de titres envisagés s'entend des titres négociés sur les marchés financiers et désignés sur ces

[135] Il n'est pas inutile de mentionner que, parmi les 28 juridictions examinées par l'Expert juridique auprès du Bureau Permanent, sept renvoyaient aux règles de conflit de lois régissant les problèmes de droit patrimonial. Dans une juridiction, il n'a pu être déterminé comment les tribunaux statueraient sur cette question (voir Annexe B, p. I).

[136] Voir, par exemple, Potok / Moshinsky, *op. cit.* (note 116), p. 15. Rappelons également que dans le projet de Directive du Parlement européen et du Conseil sur l'utilisation de garanties transfrontalières, le renvoi est également exclu, voir *infra*, note 162, et le texte qui l'accompagne.

[137] Voir Benjamin, *op. cit.* (note 79), Chapitre I ; voir également *supra*, p. 20, pour une discussion portant sur le sens du terme *« securities »*.

[138] Une large définition est ainsi retenue par l'art. 1 du Décret Grand-ducal du Luxembourg de 1971 : « Par valeurs mobilières au sens du présent règlement, il faut entendre dans l'acception la plus large tous les titres et autres instruments financiers susceptibles de circuler de façon fongible, y compris notamment aussi les certificats de dépôt, bons de caisse et tous autres titres représentatifs de droit de propriété, de créances ou de valeurs mobilières, qu'ils soient matérialisés ou dématérialisés, transmissible par inscription en compte ou traditions, au porteur ou nominatifs, endossables ou non. »

provide.[135] Hence, it is assumed that the court seized should apply the substantive law of the PRIMA jurisdiction, without having regard to such jurisdiction's private international law rules.[136]

VI. Summary

The principal attributes of PRIMA may be summarised as follows:

- PRIMA dictates that questions of creation, perfection (rights against third parties) or completion, priorities and realisation of interests in respect of securities, be governed by the law of the place of the immediate intermediary on whose books the relevant interest is recorded;

- PRIMA situates all of an investor's interest with respect to a portfolio of securities in one single jurisdiction, even where the issuers and certificates evidencing such underlying securities are situated in many different countries;

- PRIMA applies irrespective of whether a transfer is made by way of sale or by way of a collateral transaction, and in the case of a collateral transaction, irrespective of whether the transaction takes the form of a pledge or of a transfer of title;

- PRIMA applies irrespective of the particular legal status of the collateral provider or collateral taker;

- PRIMA applies irrespective of the jurisdiction in which the collateral provider, the collateral taker or any intermediary is formed or located.

In addition, the following attributes may also be highlighted:

- Where a collateral taker acts as the collateral provider's intermediary (that is, the collateral provider holds through the collateral taker prior to the provision of collateral) and is also the secured party, the law of the relevant intermediary will be the law of the place of the collateral taker;

- The location of the relevant intermediary may be established by reference to:

(i) the address stated in the account agreement governing the relationship between the relevant intermediary and its client,

(ii) the address stated in the most recent account statement sent by the relevant intermediary to its client, or

(iii) in any other case, its *statutory seat* or the law under which it has been *incorporated* or *formed*.

- The designation of the relevant intermediary's jurisdiction through PRIMA means the substantive law of the place of the intermediary and *excludes* any form of *renvoi*;

- Under the proposed Convention, a perfected or completed interest effected through the application of PRIMA will still be subject to insolvency laws. Hence, in the case of an insolvency of the collateral provider, the collateral taker's interests would still be subject to the insolvency laws of the bankruptcy forum.

VII. Additional questions to be looked at during the Experts meeting

A. Definition of Securities

Among the further questions to be discussed during the Group of Experts meeting in January 2001, the *definition* of the term "*securities*" is of particular importance: to what kind of securities would the proposed Convention apply? The term "securities" (and the related term "security") appears to be used in a variety of contexts and therefore to have a range of possible meanings.[137] This makes it important to define the scope of the proposed Convention clearly. Subject to this, it would seem desirable for the definition of "securities" to be as broad as possible and to be flexible enough to accommodate new kinds of instruments that may be developed in the future.

Two approaches seem possible. The first would be not to attempt an exhaustive definition but to use the term "securities" with an illustrative list of examples (such as shares, bonds, depository receipts, etc.) in the expectation that the States will use the term in its ordinary sense within the context made clear by the examples.[138] The attraction of this approach is that it makes possible relatively simple wording. The risk is that it leaves scope for some unevenness in the implementation of the proposed Convention, although the risk may be regarded as acceptably small if it is thought that the term "securities" is broadly used with sufficient consistency across the markets internationally.

The second approach would be to attempt to provide a definitive definition of the term "securities". While it is true that such an approach would enhance certainty and facilitate uniform interpretation, a comprehensive definition might run counter to the need for sufficient flexibility to accommodate new types of securities.

The following paragraphs outline some suggested characteristic features and some definitions in existing legislation, by reference to which the two approaches mentioned might be analysed.

The context of the proposed Convention is clearly that of securities of the kind commonly traded on financial markets and referred to in such markets as "securities". We

[135] It is worth noting that of the 28 jurisdictions surveyed by the Legal Expert to the Permanent Bureau, seven would look to the conflict of laws rules of the jurisdiction that would govern proprietary issues; in one other, it is unclear how the court would decide this issue (see Appendix B, p. I).

[136] See *e.g.*, Potok / Moshinsky, *op. cit.* (footnote 116), p. 15. It may be noted that in the proposed Directive of the European Parliament and the Council on the cross-border use of collateral, *renvoi* is also excluded, see *infra*, footnote 162, and accompanying text.

[137] See Benjamin, *op. cit.* (footnote 79), Chapter 1; see also *supra*, p. 21, for a discussion of the meaning of the term "securities".

[138] A broad definition is also contained in Art. 1 of the Luxembourg Grand-Ducal Degree of 1971: "*Par « valeur mobilière » au sens du présent règlement, il faut entendre dans l'acceptation la plus large tous les titres et autres instruments financiers susceptibles de circuler de façon fongible, y compris notamment aussi les certificats de dépôt, bons de caisse et tous autres titres représentatifs de droits de propriété, de créances ou de valeurs mobilières, qu'ils soient matérialisés ou dématérialisés, transmissible par inscription en compte ou traditions, au porteur ou nominatifs, endossables ou non.*"

marchés sous le vocable « titres » *(securities)*. Nous avons donc pris en considération quelques définitions provenant de contextes semblables. Notamment, l'U.C.C.[139], la Directive européenne relative aux services d'investissement ainsi que le projet de Directive européenne relative aux sûretés (qui se réfère à la Directive européenne relative aux services d'investissement)[140].

Ces définitions semblent indiquer que les critères déterminants des titres pour les besoins de la Convention proposée devraient être les suivants :

(i) ce sont des instruments représentant ou conférant des droits contractuels ou incorporels d'un certain type ;
(ii) ce sont des instruments qui sont soit représentés par des supports matériels (*certificats*) ou d'autres titres de propriété, soit matérialisés et transférés par une inscription dans les registres ou les livres de compte tenus par l'émetteur ou en son nom ;
(iii) ce sont des instruments fongibles émis en séries de telle sorte que tout titre ou groupe de titres dans une série ne peut pas être différencié d'un même titre ou groupe de titres de la même série ;
(iv) ce sont des instruments pouvant être négociés ou susceptibles d'être négociés sur un marché de valeurs mobilières, d'instruments financiers ou un marché financier.

Ces caractéristiques sembleraient exclure notamment les types d'instruments suivants :

(a) *les matières premières :* les matières premières et leurs instruments représentatifs (tels que les warrants sur métal, les connaissements) seraient exclus car ils ne remplissent pas les deux critères (i) et (ii) ;
(b) *les produits dérivés :* plusieurs types de produits dérivés devraient être exclus car ils ne remplissent pas les deux critères (ii) et (iii)[141]. Bien que les produits dérivés soient négociés sur des marchés financiers et à cet effet soient conclus par référence à des contrats standards et sur la base des montants standardisés, ils ne sont pas pour autant émis dans des séries fongibles ou *transférables sur des registres tenus par l'émetteur*[142].

B. *Définition d'intermédiaire*

Il sera nécessaire de retenir une définition du terme « intermédiaire » décrivant les fonctions qu'un intermédiaire est censé accomplir en vue d'être considéré comme « intermédiaire » pour les besoins de la Convention proposée.

A titre comparatif, l'article 8-102(a)(14) modifié de l'U.C.C. définit les intermédiaires de titres comme suit :

« Intermédiaire de titres » signifie :

(i) un organisme de compensation ; ou
(ii) une personne, notamment une banque ou un courtier qui, dans le cours habituel de son activité, tient des comptes titres pour le compte d'autres personnes et agit en cette qualité. »

C. *La règle de conflit de lois inscrite dans la Convention proposée devrait-elle être d'application générale ?*

Une règle de conflit de lois énoncée dans une convention est dite d'*application générale* si le droit désigné par cette règle s'applique, que l'Etat dont la législation est ainsi retenue soit ou non partie à la convention[143]. Les nouvelles Conventions de La Haye contenant des dispositions sur le droit applicable appartiennent à la catégorie des « conventions d'application générale »[144]. Ce Rapport suggère qu'il devrait aussi en être ainsi aux termes de la Convention proposée. Rien ne permet en effet d'affirmer qu'il y aurait lieu de retenir une approche différente en ce qui concerne les opérations de garantie effectuées dans le cadre d'un système de détention indirecte. C'est pourquoi les dispositions de cette Convention proposée devraient s'appliquer même si la loi retenue dans le cadre de la Convention proposée est celle d'un Etat qui n'est pas Partie à la Convention. Cela constituerait un avantage certain dans la

[139] L'art. 8-102(a)(15) de l'U.C.C. dispose que : le terme « titres », à moins qu'il n'en soit stipulé autrement à la Section 8-103, désigne une obligation d'un émetteur ou une action, une participation ou un autre droit sur l'émetteur, sur un bien ou sur l'entreprise d'un émetteur : (i) représentée par un certificat, sous la forme au porteur, ou nominative, ou dont la cession peut être inscrite dans des registres tenus à cette fin par l'émetteur ou en son nom ; (ii) faisant partie d'une catégorie ou d'une série, ou qui, en vertu des conditions qui le régissent, est divisible en une catégorie ou série d'actions, de participations, de droits ou d'obligations ; (iii) qui : A) est négociée ou susceptible d'être négociée ou échangée sur des bourses ou marchés de titres ; ou B) est un moyen d'investissement et dont les conditions stipulent expressément, qu'il s'agit d'un titre régi par le présent article. » [traduction] Cette définition comprend aussi bien les actions que les obligations, les parts d'organismes de placements collectifs, les actions dans une société en commandite (*limited partnership shares*) et « à peu près tout moyen permettant d'investir dans une entreprise ou de prendre une participation financière dans une entreprise », voir le résumé de l'art. 8 prévu par la ULC (< http://www.nccusl.org/uniformact_summaries/uniformacts-s-uccra8is.htm >). L'on peut s'interroger sur l'opportunité de reproduire le (B) de cette définition dans la Convention proposée. Le fait de mettre à la disposition des parties un mécanisme leur permettant de rendre applicable la Convention proposée (*opt-in*) pourrait conduire à une application de celle-ci à une grande diversité de cas. Les Etats parties pourraient être réticents à l'égard d'une extension trop large du principe de la Convention proposée vers des situations qui, si elles avaient été identifiées, n'auraient pas été jugées opportun d'inclure. La diversité qu'offrirait l'inclusion de clauses « optionnelles » pourrait remettre en question l'interprétation uniforme de la Convention proposée. D'un autre côté, l'inclusion de clauses « optionnelles » introduirait une flexibilité accrue en vue de permettre d'englober de nouveaux types d'instruments.

[140] Dans ces deux directives (Directive du Conseil 93/22 ECC du 10 mai 1993 relative aux services d'investissement dans le domaine des titres, et le projet de Directive européenne relative aux sûretés transfrontalières, voir *infra*, p. 62) titres transférables signifient : *« les actions et autres titres assimilables à des actions de sociétés, les obligations et autres titres de créances négociables sur le marché des capitaux et toutes autres valeurs habituellement négociées permettant d'acquérir de tels titres par voie de souscription ou d'échange ou donnant lieu à un règlement en espèces à l'exclusion des moyens de paiement »* (art. 1, al. 4, de la Directive 93/22 relative aux services d'investissement à laquelle se réfère le projet Directive sur les Sûretés Transfrontalières).

[141] Le terme « produit dérivé » n'a pas de sens précis et peut être utilisé dans des sens différents en fonction du contexte. Il est parfois utilisé pour inclure des instruments tels que des obligations convertibles, des warrants ainsi que des options transférables de souscription de titres, qui ont les caractéristiques des titres suggérées ci-dessus. La cession de produits dérivés plus complexes tels que ceux couverts par des contrats-cadre ISDA ne peut pas, en général, être réalisée par simple inscription en compte dont le cédant et le cessionnaire seraient titulaires : une telle cession implique normalement un contrat tripartite entre cédant, cessionnaire et contrepartie (cette dernière pouvant refuser son consentement aux termes de la plupart des conventions-cadre).

[142] Le mécanisme par lequel un contrat sur produits dérivés peut être « cédé » consiste en pratique à conclure un contrat en sens opposé d'un montant équivalent avec la même contrepartie (le marché concerné des produits dérivés ou sa chambre de compensation) qui élimine le premier contrat par voie de compensation *(netting)*. Voir *supra*, note 60 pour une explication de la compensation *(netting)*.

[143] En français, une telle convention est souvent dite « portant loi uniforme ». Une autre manière d'exprimer ce principe est de préciser que la convention est applicable *erga omnes*.

[144] Voir, par exemple, la *Convention de La Haye de 1961 concernant la compétence des autorités et la loi applicable en matière de protection des mineurs* (art. 1), la *Convention de 1961 sur les conflits de lois en matière de forme des dispositions testamentaires* (art. 1er), la *Convention de La Haye du 4 mai 1971 sur la loi applicable en matière d'accidents de la circulation routière* (art. 3), la *Convention de La Haye du 2 octobre 1973 sur la loi applicable aux obligations alimentaires* (art. 3), la *Convention de La Haye du 14 mars 1978 sur la loi applicable aux contrats d'intermédiaires et à la représentation* (art. 4, qui prévoit explicitement que « la loi désignée par la Convention s'applique même s'il s'agit d'un Etat non contractant », la *Convention de La Haye du 1er août 1989 sur la loi applicable aux successions* (art. 2, qui prévoit explicitement que « La Convention est applicable même si la loi qu'elle désigne est celle d'un Etat non contractant »), la *Convention de La Haye du 19 octobre 1996 concernant la compétence, la loi applicable, la reconnaissance, l'exécution et la coopération en matière de responsabilité parentale et de mesures de protection des enfants* (art. 20), et, dernièrement, la *Convention de La Haye sur la protection internationale des adultes* (art. 18). Le texte de toutes ces Conventions se trouve sur le site Internet de la Conférence de La Haye (< http://www.hcch.net >).

Rapport Bernasconi

have therefore considered some definitions derived from similar contexts, in particular, the U.C.C.,[139] the EU Investment Services Directive and the proposed EU Collateral Directive (which draws on the EU Investment Services Directive).[140]

These seem to indicate that the key characteristics for securities for purposes of the proposed Convention should be the following:

(i) they are instruments representing or conferring contractual or other intangible rights of some kind;
(ii) they are instruments which either are represented by certificates or other documents of title or are evidenced by and are transferable in records or books of account maintained by or on behalf of the issuer;

(iii) they are instruments issued in fungible series such that any security or quantity of securities in a series is indistinguishable from a like security or quantity in the same series; and
(iv) they are instruments of a kind traded or tradable in a securities, investment or financial market.

These characteristics would seem to exclude in particular the following related but distinct kinds of instruments:

(a) *commodities*: physical commodities and instruments representing physical commodities (such as metal warrants and bills of lading) would be excluded as falling outside both (i) and (iii);
(b) *derivatives*: many derivatives contracts would be excluded as falling outside both (ii) and (iii).[141] While derivatives are traded on financial markets and for that purpose entered into on standard terms and by reference to standardised amounts, they are not issued in fungible series or *transferable on books maintained by an issuer*.[142]

B. *Definition of intermediary*

It will be necessary to agree on a definition of "intermediary", setting out what functions an intermediary must discharge in order to be regarded as an "intermediary" for purposes of the proposed Convention. By way of comparison, Article 8-102 (a)(14) of the U.C.C. defines securities intermediary as follows:

"'Securities intermediary' means:

(i) a clearing corporation; or
(ii) a person, including a bank or broker, that in the ordinary course of its business maintains securities accounts for others and is acting in that capacity."

C. *Should the conflict of laws rule in the proposed Convention be generally applicable?*

A conflict of laws rule embodied in a convention is said to be *generally applicable* if the law designated by the rule applies irrespective of whether or not the State whose legal order has been designated is a Party to the convention.[143] The modern Hague Conventions containing provisions on the law applicable fall into the category of "generally applicable conventions".[144] It is argued in this Report that this should also be the case for the proposed Convention. In the context of collateral transactions effected in an indirect holding system, there seems to be no reason why a different approach should be taken. Thus, the provisions of the proposed Convention should apply even if the law designated under the proposed Convention is the law of a non-Contracting State. This would have the considerable

[139] Art. 8-102(a)(15) of the U.C.C.: "'Security', except as otherwise provided in Section 8-103, means an obligation of an issuer or a share, participation, or other interest in an issuer or in property or an enterprise of an issuer: (i) which is represented by a security certificate or bearer or registered form, or the transfer of which may be registered upon books maintained for that purpose by or on behalf of the issuer; (ii) which is one of a class or series or by its terms is divisible into a class or series of shares, participations, interests, or obligations; and (iii) which: (A) is, or is of a type, dealt in or traded on securities exchanges or securities markets; or (B) is a medium for investment and by its terms expressly provides that it is a security governed by this Article." This definition encompasses stocks and bonds, mutual fund shares, limited partnership shares, and "just about any medium which permits investment in an enterprise or financial participation in a business", see the summary on Art. 8 provided by the ULC (< http://www.nccusl.org/uniformact_summaries/uniformacts-s-uccra8is.htm >). It is for discussion whether limb (B) of this definition should be replicated in the proposed Convention. The fact that it would provide a mechanism for parties to "opt in" to the application of the proposed Convention could result in the proposed Convention applying across a range of disparate cases and Contracting States might feel uncomfortable about a blanket extension of the principle of the proposed Convention to cases which, had they been specifically identified, would not have been thought appropriate. The scope for diversity conferred by an "opt-in" provision could also undermine the uniform interpretation of the proposed Convention. On the other hand, such an "opt-in" provision would confer additional flexibility to accommodate new types of instruments.

[140] For these two Directives (Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field, and the proposed EU Collateral Directive, see *infra* p. 63) transferable securities mean: "shares in companies and other securities equivalent to shares in companies, bonds and other forms of securitised debt which are negotiable on the capital market and any other securities normally dealt in giving the right to acquire any such transferable securities by subscription or exchange or giving rise to a cash settlement excluding instruments of payment" (Art. 1, para. 4 of the Investment Services Directive, to which the proposed EU Collateral Directive refers).

[141] The term "derivatives" has no precise meaning and can be used in a number of different senses according to the context. It is sometimes used to include instruments, such as convertible or exchangeable bonds, warrants and transferable options to subscribe for securities, which have the characteristics of securities suggested above. The transfer of more complex derivatives of the kind commonly documented under ISDA master agreements could not generally be effected simply by entries in accounts held by the transferor and transferee: such a transfer would normally involve a tripartite contract between the transferor, the transferee and the counterparty (which under most master agreements would be entitled to refuse its consent to the transfer).

[142] The mechanism by which a derivatives contract can in practice be "sold" is by entering into an equal and opposite contract which, being made with the same counterparty (the relevant derivatives exchange or its clearing house), eliminates the first contract by a process of netting. See *supra*, footnote 60, for an explanation of netting.

[143] In French, this is often referred to as a convention *"portant loi uniforme"*; another expression is to say that the convention is applicable *erga omnes*.

[144] See *e.g.*, the *Convention of 1961 concerning the powers of authorities and the law applicable in respect of the protection of minors* (Art. 1), the *Convention of 1961 on the Conflicts of Laws relating to the Forms of Testamentary Dispositions* (Art. 1), the *Convention of 1971 on the Law Applicable to Traffic Accidents* (Art. 3), the *Convention of 1973 on the Law Applicable to Maintenance Obligations* (Art. 3), the *Convention of 1978 on the Law Applicable to Agency* (Art. 4, which states explicitly that the "law specified in this Convention shall apply whether or not it is the law of a Contracting State"), the *Convention of 1989 on the Law Applicable to Succession to the Estates of Deceased Persons* (Art. 2, which states explicitly that the "Convention applies even if the applicable law is that of a non-Contracting State"), the *Convention of 1996 on Jurisdiction, Applicable Law, Recognition, Enforcement and Co-operation in Respect of Parental Responsibility and Measures for the Protection of Children* (Art. 20), and, most recently, the *Convention of 2000 on the International Protection of Adults* (Art. 18). The texts of all these Conventions are available on the website of the Hague Conference (< http://www.hcch.net >).

mesure où les Etats qui décideraient d'adhérer à la Convention proposée accéderaient immédiatement par là-même au degré de sécurité juridique et de prévisibilité attendu, sans avoir pour autant à attendre que d'autres pays y adhèrent à leur tour.

D. *La Convention proposée (PRIMA) peut-elle aussi s'appliquer aux comptes non fongibles (transparents) et aux simples droits contractuels ?*

De plus, les experts peuvent souhaiter aborder la question de savoir si la Convention proposée doit également s'appliquer aux structures dans lesquelles les titres sont détenus à travers des comptes *transparents ou non fongibles* ou dans lesquelles les droits des titulaires de compte constituent de simples droits contractuels sans droits de propriété sur les titres sous-jacents[145]. Au premier abord, deux options de base peuvent apparaître. Avant de présenter ces deux options, il semble cependant approprié de mettre à nouveau l'accent sur le fait que les systèmes de détention indirecte opérant par le biais de comptes non fongibles ou sur la base de simples droits contractuels sont en pratique peu utilisés.

La première possibilité serait celle de n'appliquer la Convention proposée qu'aux comptes *fongibles*. Cette analyse va de pair avec le principe suggéré plus haut, qui est la justification première de PRIMA, à savoir que la loi applicable en matière de droit de propriété est la loi du lieu où se trouve inscrit le titre, et où par conséquent toute procédure ayant pour objet le respect du droit de propriété pourra effectivement être exécutée[146]. Cette analyse présente cependant la complication de devoir identifier la loi qui détermine si un compte donné est fongible ou non.

Cette question préliminaire pourra être abordée de deux façons différentes : le concept de fongibilité applicable peut être défini soit par une référence à *une règle de droit matériel national* dans la *Convention proposée,* soit par l'incorporation dans la *Convention proposée* elle-même d'une définition du concept de fongibilité. Si l'on faisait référence à la loi nationale pour déterminer la fongibilité d'un compte, la loi nationale applicable serait sans doute déterminée conformément à PRIMA. Pour justifier cette approche, on peut en effet appliquer le même raisonnement au principe reconnu selon lequel s'il y a un conflit entre la *lex situs* et la *lex fori* sur la question de savoir si une chose est un bien meuble ou immeuble, la *lex situs* prévaut, étant entendu qu'en dernier ressort, seule la *lex situs* a le contrôle effectif sur la chose[147].

Si, au lieu de faire référence à une loi nationale, on préfère utiliser un concept *uniforme* de fongibilité, la Convention proposée devra prévoir dans une règle de droit matériel une définition autonome de la fongibilité. Par conséquent, il serait nécessaire que tous les Etats s'accordent sur une règle de droit matériel qui définisse ce que constitue un compte fongible. Cela constituerait un élargissement important du champ d'application de la Convention proposée et, compte tenu des différences entre les lois régissant la propriété entre les Etats, la difficulté de s'accorder sur un texte serait considérable.

Une autre complication concernant cette approche fondée sur le concept de « seulement-fongible » apparaîtrait dans le cas où un compte tenu par un intermédiaire direct se révèlerait ne pas être fongible. Dans ce cas de figure, il faudrait alors faire référence à la position du compte de l'intermédiaire suivant dans la chaîne de détention et une analyse similaire serait alors développée. Ce procédé devrait dans certains cas être répété de nombreuses fois jusqu'à ce que l'on atteigne soit un compte fongible tenu par un intermédiaire, soit que l'on puisse retracer les droits de l'investisseur au niveau de l'inscription effective dans le registre de l'émetteur ou grâce à la possession des certificats.

Ces difficultés pratiques posent la question de savoir si l'on doit adopter une approche alternative aux termes de laquelle la Convention proposée s'appliquerait sans distinguer le fait que la structure de détention implique ou non des comptes fongibles. Sans doute, le principal avantage de cette approche est d'éviter de faire la distinction entre les comptes fongibles et les comptes non fongibles et de contourner ainsi la difficulté de désigner la loi en fonction de laquelle on doit s'assurer qu'un compte est fongible ou ne l'est pas. Selon cette approche, PRIMA s'appliquerait sans distinguer la nature du système de détention indirecte concerné. La simplicité ainsi atteinte présente certains attraits, mais comporte la difficulté de savoir si la Convention proposée devrait soumettre les questions de droit de propriété à la loi de l'intermédiaire dans le cas où le titre de l'investisseur est clairement inscrit à un niveau supérieur dans la chaîne de détention *(traceable property right)*. Cela semble toutefois, difficile à réconcilier avec le principe de base énoncé plus haut qui constitue le principe de PRIMA.

En ce qui concerne les situations dans lesquelles un titulaire de compte détient un simple droit contractuel sans pour autant être titulaire d'un droit de propriété sur les titres sous-jacents, il a été mentionné que les principes de droit international privé conduiraient déjà (au moins dans la plupart des cas) à l'application de la loi de l'intermédiaire[148]. Il apparaîtrait, par conséquent, qu'il importe peu que la loi soit déterminée par le principe de « l'obligation caractéristique », « la relation la plus significative », « la *proper law* » ou PRIMA.

E. *Lois d'application immédiate*

Ainsi qu'il est indiqué ci-dessus, la Convention proposée n'empiètera pas sur *le droit de la faillite* en vigueur dans les Etats. Toutefois, lors de la réunion du mois de janvier, les Experts souhaiteront peut-être se pencher sur la question plus large de l'effet des *lois d'application immédiate* du for ainsi que d'Etats tiers[149]. Il semblerait, à première

[145] Voir *supra*, p. 22, et 30 *et s.*
[146] Voir *supra*, p. 40.
[147] Dicey & Morris, *op. cit.* (note 10), *Rule* 111, para. 22-009.
[148] Voir *supra*, p. 40.
[149] Nous utilisons le terme *lois d'application immédiate* dans un « sens international », c'est-à-dire que nous visons les règles qui doivent impérativement s'appliquer à la question soumise au tribunal indépendamment de tout choix du droit applicable par la commune volonté des parties ou de toute autre loi dirigée par le droit international privé du for. Ce concept de règles d'application « directe » (dans le sens où elles court-circuitent les mécanismes traditionnels de droit international privé) est assez bien reflétée dans l'expression française « lois d'application immédiate », voir Phocion Francescakis, « Quelques précisions sur les lois d'application immédiates et leurs rapports avec les règles de conflit de lois », *RCDIP* 1996, p. 1 et s. (l'expression allemande « *Eingriffsnormen* » est également pertinente).
Il peut être noté, à titre d'information, que le concept de loi d'application immédiate a été incorporé dans plusieurs corps de règles de droit international privé nationaux (par exemple, la Loi suisse sur le droit privé international de 1987, art. 18 [lois d'application générale du for] et art. 19 [lois d'application générale dans d'un Etat tiers], Code civil du Québec, art. 3079 [relatif à la fois aux lois d'application immédiate du for et à celles d'Etat tiers], la Loi italienne sur le droit international privé de 1995, art. 17 [lois d'application immédiate du for uniquement], la Loi du Venezuela sur le droit international privé de 1998, art. 10 [lois d'application immédiate du for uniquement], ainsi que plusieurs conventions internationales (voir, par exemple, la *Convention de La Haye du 14 mars 1978 sur la loi applicable aux contrats d'intermédiaires et à la représentation*, art. 16 [à la fois les lois d'application immédiate du for et celles d'Etats tiers], la *Convention de La Haye de 1985 relative à la loi applicable au trust et à sa reconnaissance*, art. 16 [à la fois les lois d'application

advantage that in States which decide to become a party to the proposed Convention, the desired certainty and predictability would be obtained instantly, without waiting for other countries to join.

D. *Should the proposed Convention (PRIMA) also apply to non-fungible (transparent) accounts and mere contractual rights?*

Moreover, the Experts may wish to address the question whether the proposed Convention should also apply to structures under which securities are held through *transparent* or *non-fungible* accounts or where the rights of account holders constitute mere contractual rights without any proprietary interest in or in respect of underlying securities.[145] At first glance, there appear to be two basic options. Before presenting these two options, however, it seems appropriate to emphasise once again that indirect holding systems operating with non-fungible accounts or on the basis of mere contractual rights are rare in practice.

The first possibility is that the proposed Convention should apply only to *fungible* accounts. This approach is consistent with the principle suggested above as the basic justification of PRIMA, namely, that the appropriate law for proprietary matters is the law of the place where the record of title is maintained and where, therefore, orders in respect of the property can be effectively enforced.[146] This approach, however, involves the complication that it becomes necessary to identify the law which determines whether a given account is fungible.

This preliminary issue may be approached in two different ways: the relevant concept of fungibility may either be provided by (i) a reference in the proposed Convention to a *national substantive law* or (ii) embodying the concept of fungibility itself in a definition in the *proposed Convention*. If reference were made to national law to determine the fungibility of an account, the relevant national law should presumably be identified in accordance with PRIMA. To justify this, one may indeed apply reasoning similar to the accepted principle that if there is a conflict between the *lex situs* and the *lex fori* as to whether a particular thing is movable or immovable, the *lex situs* must prevail, considering that in the last resort only the *lex situs* has effective control over the thing.[147]

If instead of a reference to national law, one were to prefer a *uniform* concept of fungibility, the proposed Convention would have to provide for an autonomous definition of fungibility set out in a substantive law rule. Thus, it would require all States to adopt a substantive rule defining what constitutes a fungible account. This would be a very significant extension in the scope of the proposed Convention and, given the differences in the property laws of the States, the difficulty of achieving an agreed rule could be considerable.

A further practical complication of this "fungible-only" approach is that, in a case where the account maintained by the immediate intermediary was found not to be fungible, reference would have to be made to the position of the account of the next intermediary in the holding pattern and a similar analysis conducted. In some cases, this process might be repeated several times until one either reached a fungible account with an intermediary or traced the investor's interest through to (i) the level of actual registration in the register of the issuer or (ii) possession of certificates.

These practical difficulties prompt the question whether to adopt an alternative approach under which the proposed Convention would apply irrespective of whether the holding pattern involves fungible accounts or not. Obviously, the main advantage of this approach is that it avoids distinguishing between fungible and non-fungible accounts and thus circumvents the difficulty of determining the law according to which one has to ascertain whether an account is fungible or not. Under this approach, PRIMA would apply irrespective of the nature of the indirect holding system involved. The simplicity thus achieved has some attraction but brings with it the difficulty that the proposed Convention may subject proprietary issues to the law of an intermediary in circumstances where the investor's title is clearly recorded at some higher level in the holding pattern (traceable property right). This, however, seems difficult to reconcile with the basic principle suggested above as underpinning PRIMA.

As regards situations in which an account holder has a mere contractual right without any proprietary interest in or in respect of underlying securities, it has been mentioned that traditional private international law principles would already lead (at least in most cases) to the application of the law of the intermediary.[148] It would therefore appear that it does not really matter whether this law is designated under the principle of the "characteristic obligation", "the most significant relationship", "the proper law" or PRIMA.

E. *Mandatory rules (lois d'application immédiate)*

As already mentioned, the proposed Convention will not interfere with a State's existing insolvency laws. At the meeting in January, however, the Experts may wish to consider the broader question of the impact of mandatory rules (*lois d'application immédiate*) of the forum and of third States.[149] At first glance, it would seem that the

[145] See *supra*, p. 23, and pp. 31 *et seq.*
[146] See *supra*, p. 41.
[147] Dicey & Morris, *op. cit.* (footnote 10), Rule 111, para. 22-009.
[148] See *supra*, p. 41.
[149] We use the term *mandatory rules* in an "international sense", that is, we refer to rules which must be applied to the issue before the court regardless of any choice of law by the parties or any rule of the local private international law under which the issues would otherwise be referred to another legal system. This idea of "directly" applicable rules (in the sense that they short-cut traditional private international law mechanisms) is quite appropriately reflected in the French expression "*lois d'application immédiate*", see Phocion Francescakis, "*Quelques précisions sur les « lois d'application immediate » et leurs rapports avec les règles de conflits de lois*", *RCDIP* 1966, p. 1 *et seq.* (the German expression "*Eingriffsnormen*" is equally pertinent).
By way of information, it may be added that the concept of mandatory rules has been introduced in several national private international law acts (*e.g.*, the Swiss Statute on Private International Law of 1987, Art. 18 [mandatory rules of the *forum*] and Art. 19 [mandatory rules of a third State], Code Civil of Quebec, Art. 3079 [for both mandatory rules of the forum and of third States], Italian Statute on Private International Law of 1995, Art. 17 [mandatory rules of the forum only], Venezuelan Statute on Private International Law of 1998, Art. 10 [mandatory rules of the *forum* only], as well as in several international conventions (see *e.g.*, the *Hague Convention of 1978 on the Law Applicable to Agency*, Art. 16 [for both mandatory rules of the *forum* and of third States], the *Hague Convention of 1985 on the Law Applicable to Trusts and on their Recognition*, Art. 16 [for both mandatory rules of the *forum* and of third States], the *Rome Convention of 1980 on the law applicable to contractual obligations*,

vue, que les lois d'application immédiate du for demeurent applicables, en plus des dispositions désignées par PRIMA. Il est effectivement peu vraisemblable qu'un tribunal écarte l'application des lois d'application immédiate du for : ces lois doivent être considérées en effet comme l'expression de valeurs fondamentales d'une importance telle qu'elles s'imposent dans toute action devant une instance judiciaire du for, même lorsqu'il s'agit de questions qui, en principe, sont régies par un droit étranger. La question se pose alors de savoir quelles sont les lois devant être considérées comme d'application immédiate à l'occasion d'opérations de constitution de sûretés dans le cadre d'un système de détention indirecte de titres ? L'obligation, par exemple, de déposer ou de faire enregistrer un nantissement de titres émis par une société constituée en vertu de la loi du *for* appartiendrait-elle à cette catégorie ?

Une autre question, encore plus délicate sans doute, est celle de l'effet de lois d'application immédiate émanant d'un *Etat tiers*. Prenons l'exemple suivant : supposons que les titres détenus par un investisseur par le biais d'un intermédiaire situé dans l'Etat Y ont été émis par une société constituée en vertu du droit de l'Etat X ; l'investisseur constitue une sûreté sur les droits qu'il possède sur ces titres sous la forme d'un nantissement. Supposons, en outre, que le droit de l'Etat X exige que tout nantissement portant sur des titres émis par des sociétés constituées dans l'Etat X fasse l'objet d'un enregistrement dans ce même Etat. Dans un tel contexte, la question se pose de savoir si le droit de l'Etat X doit être pris en considération en sus du droit de l'Etat Y qui, conformément à PRIMA, régit les aspects de droit de propriété concernant les opérations de constitution de sûretés. Toute obligation visant à prendre en compte les lois d'application immédiate d'un Etat tiers, réintroduirait potentiellement un élément d'incertitude contraire à l'objet même de la Convention. Si les lois d'application immédiate d'un *Etat tiers* devaient être prises en considération, au moins deux questions subséquentes devraient se poser : a) la loi d'un *quelconque Etat tiers* devrait-elle s'appliquer ou seulement celle d'un Etat ayant des liens privilégiés et substantiels ; b) l'application de la loi d'application immédiate d'un pays tiers serait-elle obligatoire ou intervient-elle à la discrétion de la loi du for ? Etant donné les éventuelles incertitudes que ce concept peut introduire, il serait préférable de ne pas l'adopter dans la Convention proposée[150].

SECTION 4 – ETUDE D'ENSEMBLE DES PAYS AYANT ADOPTÉ OU ENVISAGEANT D'ADOPTER PRIMA

L'adoption de PRIMA dans une Convention de La Haye sur le droit applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte consacrerait, au plan international, une solution qui a déjà été retenue par plusieurs pays, et que plusieurs autres pays envisagent actuellement d'adopter à leur tour. En d'autres termes, il semblerait qu'en consacrant PRIMA dans une convention internationale, on donnerait aux marchés financiers internationaux la sécurité juridique et la prévisibilité dont ils ont besoin, en retenant un facteur de rattachement qui paraît être de plus en plus largement accepté.

A. *Développements législatifs ayant déjà conduit à l'adoption de PRIMA*

1. *Au niveau régional : la Directive européenne concernant le caractère définitif du règlement*

L'Union européenne a instauré en 1998 dans un premier temps un important cadre juridique applicable aux systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres, avec l'adoption de la *Directive concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres (ci-après désignée la « Directive concernant le caractère définitif du règlement »)*[151]. Cette Directive s'applique aux sûretés transfrontalières constituées dans le cadre d'opérations financières impliquant un système désigné de règlement-livraison de titres de paiement ou une banque centrale de l'Union européenne. La Directive permet notamment la compensation dans le cadre des systèmes de règlement-livraison et protège les sûretés constituées auprès des banques centrales de l'Union européenne, des établissements exploitant ces systèmes ou de certains établissements participant à ces systèmes, contre les conséquences d'une faillite, tout en précisant le droit applicable aux actes de disposition de titres faisant l'objet d'une inscription en compte. La disposition applicable à cet égard est l'article 9, alinéa 2, qui dispose que :

« Lorsque des titres (y compris les droits sur des titres) sont constitués en garantie au bénéfice de participants et / ou de banques centrales des Etats membres ou de la future Banque centrale européenne, comme il est indiqué au paragraphe 1, et que leur droit (ou celui de tout mandataire, agent ou tiers agissant pour leur compte) relatif aux titres est inscrit légalement dans un registre, un compte ou auprès d'un système de dépôt centralisé situé dans un Etat membre, la détermination des droits de ces entités en tant que titulaires de la sûreté relative à ces titres est régie par la législation de cet Etat membre. »

S'il semble bien que l'article 9, alinéa 2, ait été conçu à l'origine dans l'intérêt des banques centrales, de la Banque centrale européenne et de certains établissements participant aux systèmes nommément désignés en qualité de bénéficiaires de sûretés, plusieurs pays européens, avec le soutien de la Commission européenne et d'autres organisations, ont, dans le cadre de la transposition de la Directive dans leur droit interne, élargi la protection offerte par l'article 9, alinéa 2, afin de l'étendre, de manière plus générale[152], aux intervenants de marchés financiers et certains

immédiate du for et celles d'Etats tiers], la *Convention de Rome de 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles*, art. 7 [les lois d'application immédiate du for ainsi que celles d'Etats tiers], et la *Convention interaméricaine de 1984 sur la loi applicable aux contrats internationaux*, art. 11 [et les lois d'application du for et celle d'Etats tiers].

[150] Sur la question de la loi d'application en règle générale, voir, par exemple Peter Nygh, *« The reasonnable expectations of the parties as a guide to the choice of law in contract and tort »*, in *Recueil des Cours – Collected Courses of the Hague Academy of International Law 1995*, vol. 251, p. 376-397.

[151] Voir les références dans la note 104 ; sur la Directive concernant le caractère définitif du règlement en général, voir par exemple Schefold, *op. cit.* (note 49), p. 472 ; Diego Devos, « La Directive européenne du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres », dans *EUREDIA (European Banking & Financial Law Journal)*, 1999, p. 149 à 185 ; Diego Devos, *« Specific Cross-Border Problems Regarding Bank Insolvencies and European Harmonization Efforts »*, *International Bank Insolvencies – A Central Bank Perpective*, Giovanoli / Heinrich (eds.), 1999, p. 314.

[152] Pour un exemple d'une transposition extensive de l'art. 9 al. 2 de la Directive sur la finalité des paiements, voir art. 17a de la *Depotgesetz* allemande qui dispose: « Les dispositions relatives aux titres ou aux quotes-parts sur une masse de titres *[Sammelbestandanteile]* qui ont été valablement inscrits sur un registre ou crédités sur un compte seront soumises à la loi du pays régissant le registre, dans lequel l'inscription est effectuée directement en faveur du bénéficiaire ou dans lequel est situé le siège social ou la succursale du conservateur gérant le compte qui met le crédit à la disposition du bénéficiaire. » [traduction] Pour un commentaire de l'art. 17a, voir, par exemple, Christoph Keller, *« Die EG Richtlinie 98/26 vom 19.5 1988 über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und abrechnungssystemen und ihre Umsetzung in Deutschland »*, *WM* 2000, p. 1269 et s. ; Schefold, *op. cit.* (note 49), p. 473-476, avec les références dans les notes 80 et 82 aux

mandatory rules of the forum will remain applicable in addition to the provisions designated through PRIMA. It is indeed unlikely that a judge will disregard the mandatory rules of the forum: these rules are to be regarded as an expression of fundamental values which are so important that, as a matter of policy, the rules must apply in any action before a court of the forum, even where the issues are in principle governed by a foreign law. However, which rules would be regarded as mandatory in the context of collateral transactions effected through an indirect securities holding system? Would, for example, a requirement that a pledge of securities issued by a corporation formed under the law of the *forum* be filed or registered in a public register fall into this category?

Another and probably more delicate question will be the impact of mandatory rules of a *third State*. This may be illustrated by way of an example: Let us assume that the securities held by an investor through an intermediary located in State Y are securities issued by a corporation formed under the laws of State X; the investor provides its interests in these securities as collateral under a pledge mechanism. Let us further assume that the law of State X requires that all pledges over securities issued by corporations incorporated in State X be filed in a public register in State X. Under this fact pattern, the question could arise as to whether the law of State X has to be taken into consideration in addition to the law of State Y which, as a result of PRIMA, governs the proprietary aspects of the collateral transaction. Any requirement to take into consideration the mandatory rules of a third State would potentially reintroduce an element of uncertainty and thus frustrate the purpose of the proposed Convention. If mandatory rules of a third State were to be considered, at least two subsequent issues would arise: (i) would the law of any third country be relevant or only of a country with a close and substantial connection; (ii) should the application of the mandatory law of the third country be mandatory itself or be at the discretion of the *forum*? Given the potential uncertainty that the concept might introduce, it would seem preferable not to adopt it in the proposed Convention.[150]

SECTION 4 – A SURVEY OF JURISDICTIONS HAVING ADOPTED OR CONSIDERING PRIMA

The adoption of PRIMA in a Hague Convention on the law applicable to dispositions of securities held through indirect holding systems would sanction at an international level a solution that has already been adopted in a number of national jurisdictions and which is currently also being considered by several other jurisdictions. In other words, it would seem that by embodying PRIMA in a worldwide convention, one would indeed provide the international financial market with the certainty and predictability needed by using a connecting factor which appears to be more and more accepted.

A. *Legislative developments which have already led to the enactment of PRIMA*

1. *At a regional level: The EU Settlement Finality Directive*

The European Union first introduced an important legal framework for payment and security settlement systems in 1998, when the *Directive on Settlement Finality* was adopted (the Settlement Finality Directive).[151] This Directive applies to cross-border collateral in the context of financial transactions involving a designated securities settlement or payment system or an EU central bank. Among other things, it protects netting in settlement systems, insulates collateral given to the system operators, certain system participants and EU central banks from the effects of bankruptcy and clarifies the law applicable to dispositions of book-entry securities. The relevant provision in this respect is Article 9, paragraph 2, which reads as follows:

"Where securities (including rights in securities) are provided as collateral security to participants and / or central banks of the Member States or the future European central bank as described in paragraph 1, and their right (or that of any nominee, agent or third party acting on their behalf) with respect to the securities is legally recorded on a register, account or centralised deposit system located in a Member State, the determination of the rights of such entities as holders of collateral security in relation to those securities shall be governed by the law of that Member State."

Although it appears that the original purpose of Article 9, paragraph 2, was to benefit only central banks, the European Central Bank and certain participants in designated systems as collateral takers, with the encouragement of the European Commission and other bodies, a number of the jurisdictions in Europe in the implementation process have extended the protection of Article 9, paragraph 2, so as to protect financial market participants more generally,[152]

Art. 7 [for both mandatory rules of the *forum* and of third States], and the *Inter-American Convention of 1994 on the Law Applicable to International Contracts*, Art. 11 [for both mandatory rules of the *forum* and of third States].

[150] On the issue of mandatory laws in general, see *e.g.*, Peter Nygh, "The reasonable expectations of the parties as a guide to the choice of law in contract and tort", in: *Recueil des Cours – Collected courses of the Hague Academy of International Law* 1995, vol. 251, pp. 376-397.

[151] See the references in footnote 104; on the Settlement Finality Directive in general, see *e.g.*, Schefold, *op. cit.* (footnote 49), p. 472; Diego Devos, "La Directive européenne du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres", in: *EUREDIA (European Banking & Financial Law Journal)*, 1999, pp. 149-185; Diego Devos, "Specific Cross-Border Problems Regarding Bank Insolvencies and European Harmonization Efforts", in: *International Bank Insolvencies – A Central Bank Perspective*, Giovanoli / Heinrich (eds.), 1999, p. 314.

[152] For an example of a broad implementation of Art. 9, para. 2, of the Settlement Finality Directive, see Art. 17a of the German *Depotgesetz* which reads in English as follows: "Dispositions relating to securities or holdings in collective securities deposits which have been entered with legal effect into a register or booked to an account shall be subject to the law of the country supervising the register, in which the entry with legal effect is made directly in favour of the beneficiary or in which the headquarters or branch of the custodian managing the account and crediting the beneficiary with legal effect is located." For commentary on Art. 17a, see Christoph Keller, "*Die EG-Richtlinie 98/26 vom 19.5.1988 über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und abrechnungssystemen und ihre Umsetzung in Deutschland*", *WM* 2000, p. 1269 *et seq.*; Schefold, *op. cit.* (footnote 49), pp. 473-476, with references in footnotes 77 and 79 to the implementing legislation of

autres pays ont fait part de leur intention de faire de même[153, 154].

2. *Au niveau national (Belgique, Luxembourg, France, Etats-Unis d'Amérique)*

Les pays qui ont mis en place un nouveau régime juridique relatif aux titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte, ont, selon toutes hypothèses, déjà créé une structure qui prend en compte le lieu de localisation de l'intermédiaire immédiat pour les questions relatives au droit de propriété. Il en est effectivement ainsi car le droit de l'investisseur n'est représenté que par une inscription en compte auprès de l'intermédiaire immédiat et, par conséquent, est considéré se trouver là où sont situés les comptes. Cette solution a été reconnue par d'éminents juristes en Belgique et au Luxembourg[155].

En ce qui concerne la France, les titres émis en France ne sont plus désormais représentés par un support matériel (certificat) mais sont matérialisés par une inscription en compte, c'est pourquoi ils ne peuvent être situés qu'au lieu où est maintenu le droit de l'investisseur sur ses titres, c'est-à-dire le lieu de localisation de l'intermédiaire ou de l'émetteur avec lequel l'investisseur a une relation contractuelle directe[156]. Le principe de PRIMA a été adopté au moyen d'une règle de conflit de lois unilatérale (par opposition à une règle multilatérale) et intégrée dans l'article 29 de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983. L'article 29 qui régit le gage d'un compte d'instruments financiers, dispose que le droit français s'applique au gage d'un compte d'instruments financiers tenu par un intermédiaire habilité situé en France alors même que des titres émis par des émetteurs étrangers figurent au compte gagé[157]. Toutefois, reste sujet à discussion la question de savoir si un tribunal français appliquerait PRIMA au cas de figure dans lequel les titres émis par un émetteur non français sont détenus dans un compte auprès d'un intermédiaire direct *situé hors de France.*

En ce qui concerne les Etats-Unis, PRIMA a été expressément incorporée dans l'article 8110, alinéa (b) de l'U.C.C. (version de 1994) qui dispose notamment que : [traduction]

« Le droit du pays dans lequel est situé l'intermédiaire détenant les titres, ainsi que le prévoit l'alinéa (e), régit :

(1) l'acquisition auprès d'un intermédiaire détenant les titres d'un droit sur un titre (*securities entitlement*) ;
(2) les droits et les obligations que le droit sur un titre confère à l'intermédiaire détenant les titres et au titulaire du droit sur un titre (*entitlement holder*) ;
(3) la question de savoir si l'intermédiaire détenant les titres a une quelconque obligation à l'égard de toute autre personne revendiquant (*adverse claimant*) à son tour un droit sur un titre qui est contesté ;
(4) la question de savoir si une revendication peut être exercée à l'encontre de la personne qui acquiert un droit sur un titre auprès de l'intermédiaire détenant le titre ou auprès de la personne qui achète un droit sur un titre ou un droit y afférent auprès de son titulaire. »

Et, conformément à l'alinéa (e), les règles suivantes « déterminent, pour les besoins du présent article, quelle est la juridiction dans laquelle est située l'intermédiaire détenant les titres » :

« (1) Si une convention, conclue entre un intermédiaire détenant les titres et le titulaire des titres détenus par cet intermédiaire, stipule qu'elle est régie par la loi d'une juridiction déterminée, cette juridiction sera considérée comme étant la juridiction de l'intermédiaire détenant les titres.
(2) Si une convention, conclue entre un intermédiaire détenant les titres et le titulaire des titres détenus par cet intermédiaire, ne stipule pas la loi applicable, tel que prévu dans le paragraphe (1), mais stipule expressément que le compte de titres est ouvert auprès d'un siège / succursale situé dans une juridiction donnée, cette juridiction sera considérée comme étant la juridiction de l'intermédiaire détenant les titres.
(3) Si une convention, conclue entre un intermédiaire détenant les titres et le titulaire des titres détenus par cet intermédiaire, ne stipule aucune juridiction tel que prévu dans les paragraphes (1) ou (2), la juridiction dans laquelle est situé l'intermédiaire sera la juridiction dans laquelle est situé le siège / succursale mentionné dans le relevé de compte comme étant le siège / succursale qui tient le compte de son titulaire.
(4) Si la convention, conclue entre un intermédiaire détenant les titres et le titulaire des titres détenus par cet intermédiaire, ne stipule aucune juridiction tel que prévu dans les paragraphes (1) ou (2) et que le relevé de compte ne mentionne pas quel est le siège / succursale tenant le compte de son titulaire, tel que prévu dans le paragraphe (3), la juridiction dans laquelle est situé l'intermédiaire sera considérée comme étant la juridiction dans laquelle est situé le siège administratif de l'intermédiaire. »[158]

dispositions de transposition dans d'autres Etats. Pour une présentation plus complète de l'Etat de transposition de l'art. 9, al. 2, dans les Etats membres, voir Richard Potok, *« Legal certainty for securities held as collateral »*, *Attachment A* de l'Annexe VI aux « Conclusions de la Commission spéciale de mai 2000 », *op. cit.* (note 1).

[153] Voir *infra*, notes 167 et 168.

[154] Cette Directive soulève la question intéressante de la pertinence éventuelle de la *Convention de Rome de 1980 sur le droit applicable aux obligations contractuelles*. Supposons que le droit que détient un investisseur sur des titres détenus par un intermédiaire soit cédé à l'intermédiaire à titre de garantie. Cette opération pourrait être caractérisée comme une cession des droits de l'investisseur au sens de l'art. 12 de la Convention de Rome. En conséquence, les obligations *contractuelles* de cette opération seraient régies par le droit applicable au contrat de cession (art. 12, par. 1 : ce droit qui aura été vraisemblablement choisi par les parties d'un commun accord). Mais l'art. 12 s'applique-t-il également aux aspects de *droit patrimonial* de l'opération *(proprietary aspects) ?* Si le rapport officiel de la Convention de Rome semble suggérer que celle-ci *ne* s'applique *pas* aux questions touchant aux questions de droit patrimonial (rapport de Giuliano et Lagarde, *OJ* C282/1, à l'art. 1, al. 2), la Cour suprême des Pays-Bas, dans un arrêt de 1997, a estimé que l'art. 12, al. 1 de la Convention de Rome *s'applique* effectivement aux aspects de droit patrimonial d'une cession (*Brandsma qq* v. *Hansa Chemie A.G.*, Hoge Raad, 16 mai 1997 ; pour une analyse critique de cet arrêt, voir Teun H.D. Struycken, *L.M.C.L.Q.* 1998, p. 345 à 360). Quel effet la Directive concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres, peut-elle avoir sur ce conflit entre les droits éventuellement applicables? On pourrait légitimement soutenir que la Directive *prévaut* sur la Convention. En effet, dans son art. 20, la Convention prévoit qu'« elle ne préjuge pas de l'application des dispositions qui, dans des matières particulières, règlent les conflits de lois en matière d'obligations contractuelles et qui sont ou seront contenues dans les actes émanant des institutions des Communautés européennes ou dans les législations nationales harmonisées en exécution de ces actes ». Il semblerait que si l'on interprète de manière large l'art. 12 afin d'y englober les aspects relatifs au *droit patrimonial* (interprétation qui, encore une fois, ne fait pas l'unanimité), il conviendrait également d'interpréter de manière large l'art. 20 et donc d'accorder la priorité à la Directive concernant le caractère définitif du règlement qui non seulement est postérieure à la Convention *(lex posterior)*, mais qui constitue en outre un acte spécifique *(lex specialis)*. Une autre approche (plus radicale), qui conduirait aussi à exclure l'application de la Convention de Rome, consiste à considérer un transfert par voie d'inscriptions en compte successives non pas comme une cession mais plutôt comme une *novation* (à laquelle l'art. 12 ne s'applique pas). Une cession suppose, en effet, qu'une créance soit transférée de la Partie A à la Partie B dans l'Etat où elle se trouve. Dans le cas d'une cession matérialisée par virement de compte à compte, l'investisseur renonce à sa créance de restitution contre l'intermédiaire à qui, en retour, incombe une obligation à l'égard du cessionnaire. Ce procédé peut légitimement être caractérisé comme une novation. Sur la question de savoir si la Convention de Rome peut avoir des effets dans les domaines qui retiennent ici notre attention, voir Fentiman, *op. cit.*, (note 19), p. 42 et 43.

[155] Voir Guynn, *op. cit.* (note 4), p. 44-45, mais voir également Goode, *op. cit.* (note 23), p. 12-13, note 12, indiquant d'autres références encore.

[156] Voir Roblot, *La dématérialisation des valeurs mobilières*, Paris 1984, No 185.

[157] Voir De Vauplane / Mouy, « La réforme du nantissement des titres dématérialisés », *Banque & droit*, No 48, 1996, p. 3.

[158] Aux termes de l'art. 8, al. (a), le droit du *pays de l'émetteur*, comme prévu

and some others have indicated the intention to do the same.[153, 154]

2. *At a national level (Belgium, Luxembourg, France, United States of America)*

Countries that have set up a new legal regime for securities held through indirect holding systems may already have created a structure which effectively looks to the location of the immediate intermediary for proprietary issues. This is because the investor's interest is represented solely by book entries on the accounts of the immediate intermediary and thus is held to be located where the accounts are located. As regards Belgium and Luxembourg, this has been acknowledged by leading lawyers.[155]

As regards France, securities issued in France are no longer certificated and are solely evidenced by book entries and therefore can only be situated where the investor's title is maintained, that is, where the intermediary or the issuer with whom the investor has an immediate relationship is located.[156] The PRIMA principle has been adopted through a unilateral (as opposed to a multilateral) conflict of laws rule in Article 29 of law no 83-1 of 3 January 1983. Article 29, which governs the pledge of securities accounts, provides that French law applies to the pledge of a securities account with an immediate intermediary in France even though there are securities issued by non-French issuers in the account.[157] It is open to debate, however, whether a French court would apply PRIMA to the situation where securities issued by non-French issuers are held though an account with an immediate intermediary *located outside France.*

As regards the United States, PRIMA has been expressly embodied in the 1994 version of Article 8-110, of the U.C.C., paragraph (b) of which reads as follows:

"The local law of the securities intermediary's jurisdiction, as specified in subsection (e), governs:

(1) acquisition of a security entitlement from the securities intermediary;
(2) the rights and duties of the securities intermediary and entitlement holder arising out of a security entitlement;
(3) whether the securities intermediary owes any duties to an adverse claimant to a security entitlement; and

(4) whether an adverse claim can be asserted against a person who acquires a security entitlement from the securities intermediary or a person who purchases a security entitlement or interest therein from an entitlement holder."

And according to paragraph (e), the following rules determine a "securities intermediary's jurisdiction" for purposes of this section:

"(1) If an agreement between the securities intermediary and its entitlement holder specifies that it is governed by the law of a particular jurisdiction, that jurisdiction is the securities intermediary's jurisdiction.

(2) If an agreement between the securities intermediary and its entitlement holder does not specify the governing law as provided in paragraph (1), but expressly specifies that the securities account is maintained at an office in a particular jurisdiction, that jurisdiction is the securities intermediary's jurisdiction.

(3) If an agreement between the securities intermediary and its entitlement holder does not specify a jurisdiction as provided in paragraph (1) or (2), the securities intermediary's jurisdiction is the jurisdiction in which is located the office identified in an account statement as the office serving the entitlement holder's account.

(4) If an agreement between the securities intermediary and its entitlement holder does not specify a jurisdiction as provided in paragraph (1) or (2) and an account statement does not identify an office serving the entitlement holder's account as provided in paragraph (3), the securities intermediary's jurisdiction is the jurisdiction in which is located the chief executive office of the securities intermediary."[158]

other States. For a more comprehensive survey of the status of the implementation of Art. 9, para. 2, in Member States, see R. Potok, "Legal certainty for securities held as collateral", Attachment A to Annex VI to the "Conclusions of the Special Commission of May 2000", *op. cit.* (footnote 1).

[153] See *infra*, footnotes 165 and 166.

[154] This Directive raises the interesting question whether the *Rome Convention of 1980 on the Law Applicable to Contractual Obligations* is of any relevance for our subject matter. Suppose that an investor's interest in securities held by an intermediary is pledged as collateral for a loan. This transaction may be categorised as an assignment of the investor's interests within the scope of Art. 12 of the Rome Convention. As a result, the *contractual* obligations of this transaction would be governed by the law applicable to the contract of transfer (Art. 12, para. 1; presumably, this law will have been chosen by the parties). But does Art. 12 equally apply to the *proprietary* aspects of the transaction? Whereas the official report on the Rome Convention seems to suggest that the Convention does *not* apply to proprietary issues (Giuliano and Lagarde Report, OJ C282/1, *ad* Art. 1, para. 2), the Dutch Supreme Court held in 1997 that Art. 12, para. 1, of the Rome Convention *does* indeed extend to the proprietary aspects of an assignment (*Brandsma qq* v. *Hansa Chemie A.G.*, Hoge Raad, 16 May 1997; for a critical comment upon this case, see Teun H.D. Struycken, L.M.C.L.Q. 1998, pp. 345-360). How does the Settlement Finality Directive impact on this conflict? One may legitimately argue that the Directive *supersedes* the Rome Convention. The Convention indeed states in Art. 20 that it "shall not affect the application of provisions which, in relation to particular matters, lay down choice of laws rules relating to contractual obligations and which are or will be contained in acts of the institutions of the European Communities or in national laws harmonised in implementation of such acts." It would seem that if one interprets Art. 12 broadly so as to encompass *proprietary* aspects (an interpretation which, again, is debated), one would also have to interpret Art. 20 broadly and thus give priority to the Settlement Finality Directive, which not only is later than the Rome Convention (*lex posterior*), but which also constitutes a more specific act (*lex specialis*). Another (more radical) approach, which would also lead to the exclusion of the Rome Convention in this matter, consists in regarding a transfer by way of successive book entries not as an assignment but rather as a *novation* (to which Art. 12 does not apply). Assignment indeed presupposes that a claim is transferred from Party A to Party B as it is. In the event of a transfer by way of book entries, however, the investor waives its claim against the intermediary, which, in turn, has an obligation towards the transferee. This process may legitimately be categorised as a novation. On the question whether the Rome Convention has any bearing upon the subject matter, see Fentiman, *op. cit.*, (footnote 26), pp. 42-43.

[155] See Guynn, *op. cit.* (footnote 5), pp. 44-45, but see also Goode, *op. cit.* (footnote 31), pp. 12-13, footnote 12, with further reference.

[156] See Roblot, *La dématérialisation des valeurs mobilières*, Paris 1984, No 185.

[157] See De Vauplane / Mouy, "*La réforme du nantissement des titres dématérialisés*", *Banque & droit*, No 48, 1996, p. 3.

[158] According to Art. 8, para. (a), the local law of the *issuer's jurisdiction*, as

L'alinéa (f) précise ensuite que la juridiction dans laquelle est situé l'intermédiaire détenant les titres n'est *pas* déterminée :

« par le lieu où se trouvent physiquement les supports matériels (certificats) représentant les avoirs financiers, ou par la juridiction dans laquelle est constitué l'émetteur d'un avoir financier sur lequel un titulaire détient un droit sur titre, ni par le lieu où se trouvent les installations de traitement des données ou autres registres concernant le compte ».

B. *Réformes législatives actuelles visant à adopter PRIMA*

Il convient d'indiquer plusieurs développements législatifs sont actuellement à l'étude qui, s'ils entraient en vigueur, conduiraient à l'adoption de PRIMA, ce qui renforcerait encore l'intérêt de la solution envisagée dans la Convention proposée.

1. *Au niveau régional : le projet de Directive du Parlement européen et du Conseil sur l'utilisation transfrontalière des sûretés*

Le projet de Directive relative au sûretés transfrontalières s'ajoute à la Directive concernant le caractère définitif du règlement évoquée plus haut et doit permettre d'améliorer le cadre juridique régissant la constitution de sûretés sur les marchés financiers de l'Union européenne. Ce projet de Directive doit permettre d'instaurer un régime minimum uniforme pour la remise de titres en garantie, soit sous la forme de nantissement soit sous la forme d'un transfert en pleine propriété[159]. En matière de conflit de lois, le traitement des titres inscrits en compte et remis à titre de garantie dans le cadre d'opérations transfrontalières, le projet de Directive vise à étendre le principe retenu à l'article 9, alinéa 2, de la Directive sur le caractère définitif du règlement (PRIMA). A cet égard, la disposition pertinente du projet de Directive est l'article 11, alinéa 2, qui dispose que :

« Pour les besoins de toute règle de droit d'un Etat membre ou subdivision d'un Etat membre, relative au choix entre les droits de différents pays, toute question concernant l'un des sujets visés à l'alinéa 5 qui se pose lors de la mise en œuvre d'un acte de constitution de sûretés financières portant sur des titres faisant l'objet d'une inscription en compte, remis à titre de garantie [ou sur des espèces remises à titre de garantie] sera régie par le droit de l'Etat, ou le cas échéant, de la subdivision de l'Etat où est ouvert le compte en question, qu'il s'agisse d'un Etat membre ou non. »[160]

Cette disposition fait de PRIMA une règle générale applicable dans tous les cas où sont remis à titre de garantie des titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte. Cette disposition mettrait donc fin à l'incertitude entourant la mise en œuvre de l'article 9, alinéa 2, de la Directive concernant le caractère définitif du règlement[161]. Il convient enfin de noter que ce projet de dispositif exclut le *renvoi*[162], ne *laisse* pas aux parties *le choix de la loi applicable* aux aspects de droit de propriété de l'opération[163], et *localise* le compte en question en utilisant les facteurs suivants :

« Pour les besoins du présent article, un compte sera considéré, à un moment donné, comme étant tenu a) au siège ou succursale mentionné si un tel siège ou succursale est effectivement identifié dans l'accord régissant le compte en question, ou dans le relevé de compte le plus récent transmis par l'intermédiaire au titulaire du compte, comme étant le siège ou la succursale où le compte est tenu et ; b) dans tout autre cas, au siège social de l'intermédiaire. »[164]

2. *Au niveau national*

Des législations favorables à PRIMA sont actuellement à l'étude dans différents pays, en Europe (aux Pays-Bas[165] et au Royaume-Uni[166]) en Asie et dans le Pacifique (au Japon[167] et en Australie[168]), en Amérique du Nord (Canada[169])

à l'al. (d), régit : « (1) la validité d'un titre ; (2) les droits et obligations de l'émetteur en ce qui concerne l'inscription du transfert ; (3) l'effet de l'inscription du transfert par l'émetteur ; (4) la question de savoir si l'émetteur a des obligations envers une tierce personne revendiquant un titre ; (5) et celle de savoir si une telle revendication est opposable à la personne au nom de laquelle a été inscrit le transfert d'un titre dématérialisé ou représenté par un support matériel (certificat), ou à la personne qui obtient le contrôle d'un titre dématérialisé ». Selon l'al. (d), le « pays de l'émetteur » s'entend du « pays dans lequel l'émetteur du titre est constitué (*organised*) ou, si le droit de ce pays le permet, le droit d'un autre pays spécifié par l'émetteur. Tout émetteur constitué (*organised*) selon le droit de cet Etat peut préciser que les questions prévues aux (a) (2) à (5) seront régies par le droit d'un autre pays ».
Aux termes de l'art. 8, al. (c), la loi *du pays dans lequel est situé le titre représenté par un support matériel (certificat) au moment de sa remise* « régit la question de savoir si un tiers peut invoquer un droit à l'encontre de la personne à qui le titre représenté par un support matériel (certificat) a été remis ».

[159] Le projet de Directive, qui devrait être adopté en 2003, vise notamment à assurer aux sûretés constituées une protection restreinte à l'encontre de certaines règles du droit de la faillite, et notamment celles qui font obstacle à une réalisation effective des biens donnés en garantie ou qui remettent en cause la validité de certaines techniques telles que la résiliation accompagnée du calcul d'un solde de résiliation, la remise de sûretés complémentaires et la substitution de sûretés. Voir le Document de travail, *op. cit.* (note 31 *in fine*), p. 19.

[160] Les questions visées à l'al. 5 sont les suivantes : « (a) le rang ou l'ordre de priorité de tout titre ou droit sur des titres faisant l'objet d'une inscription en compte, remis à titre de garantie dans le cadre d'un accord constitutif de sûretés financières par rapport à un titre ou droit concurrent revendiqué par un tiers ; (b) tout acte ou chose nécessaire pour assurer qu'un titre ou droit sur des titres faisant l'objet d'une inscription en compte, remis à titre de garantie dans le cadre d'un accord de sûreté financière peut être opposé en général à des personnes qui ne sont pas parties à l'accord constitutif de sûretés financières ; (c) les mesures nécessaires à la réalisation de sûretés lorsque survient un des faits générateurs de cette réalisation, y compris tout acte ou toute chose nécessaire afin d'assurer que tout acte de disposition de l'assiette constituant la sûreté sera généralement opposable à des personnes qui ne sont pas parties à l'accord constitutif de sûretés financières ».

[161] Voir *supra*, p. 58.

[162] L'art. 11, al. 3, du projet de Directive dispose que « la référence dans l'alinéa 2, à la loi d'un pays ou d'une subdivision d'un pays, vise le droit interne de ce pays, c'est-à-dire ses règles de droit matériel, et non une règle selon laquelle, pour trancher la question posée, il y aurait lieu de se fonder sur la loi d'un autre pays ».

[163] Voir Schefold, *op. cit.* (note 49), p. 471, indiquant d'autres références.

[164] Art. 11, par. 4, du projet de Directive.

[165] La Commission d'Etat de droit international privé des Pays-Bas a déposé un projet de loi sur les conflits de lois en matière de droits réels. La Section 14 du projet de loi adopte PRIMA pour les titres détenus de manière indirecte. Le projet de loi devrait entrer en vigueur aux Pays-Bas durant l'automne 2001.

[166] Au Royaume-Uni, la transposition initiale de l'art. 9, al. 2, de la Directive concernant le caractère définitif du règlement reflétait le caractère restrictif de cette disposition. Le *UK Treasury* a ensuite indiqué son intention d'introduire un texte législatif complémentaire qui étendrait de façon plus générale aux acteurs financiers la protection conférée par l'art. 9, al. 2.

[167] Au Japon, le Conseil Financier annonçait dans un rapport diffusé au mois de juin 1999 que la question des conflits de lois devrait être résolue et faisait spécifiquement référence à la règle PRIMA. Le Ministère de la Justice et l'Agence des Services Financiers (*Financial Services Agency*) travaillent en premier lieu sur la réforme des règles de droit matériel applicables en ce domaine et se focaliseront ensuite sur le problème de conflits de lois. L'adoption de PRIMA ou d'une règle similaire est attendue au Japon dans quelques années.

[168] Le Gouvernement australien envisage l'adoption d'une législation incorporant les principes de PRIMA à la suite de l'approbation par le *Governement's corporations advisory body*.

[169] A la demande de la Conférence pour l'Harmonisation des lois au Canada (*Uniform Law Conference of Canada*), les commissions provinciales en charge des questions relatives aux titres ont mis en place un groupe de travail pour développer et recommander aux gouvernements provinciaux respectifs d'adopter une loi uniforme (harmonisée pour le Québec) sur le transfert des titres (*Securities Transfer Act – STA*) qui a pris pour modèle l'art. 8 modifié de l'UCC aux Etats-Unis. En outre, en attendant la mise en œuvre par plusieurs provinces canadiennes de la législation d'ensemble STA, *The Ontario Securities Commission* recommande de manière pressante au gouvernement de l'Ontario d'adopter une mesure provisoire comme PRIMA sous forme d'une modification du *Ontario's Business Corporation Act* ou du *Personal Property Security Act*.

Paragraph (f) goes on to specify that a securities intermediary's jurisdiction is *not* determined

"by the physical location of certificates representing financial assets, or by the jurisdiction in which is organised the issuer of the financial asset with respect to which an entitlement holder has a security entitlement, or by the location of facilities for data processing or other record keeping concerning the account."

B. *Current legislative reform with a view to enacting PRIMA*

It is worth mentioning that there are several legislative developments currently under consideration which, if implemented, will also lead to the adoption of PRIMA.

1. *At a regional level: the proposal for a Directive of the European Parliament and the Council on the cross-border use of collateral*

The proposed EU Collateral Directive builds upon the Settlement Finality Directive already mentioned and is intended further to improve the general legal framework governing the provision of collateral in the EU financial markets. It is designed to create a uniform minimum regime for the provision of securities as collateral under both pledge and title transfer structures.[159] As regards the conflict of laws treatment of book-entry securities used as collateral in a cross-border context, the proposed EU Collateral Directive intends to extend the principle adopted in Article 9, paragraph 2, of the Settlement Finality Directive (PRIMA). The relevant provision in the proposed Directive is Article 11, paragraph 2, which reads as follows:

"For the purposes of any rule of the law of a Member State or part of a Member State relating to a choice between the laws of different countries, any question with respect to any of the matters specified in paragraph 5 arising in relation to the application of a financial collateral arrangement to any book-entry securities collateral [or cash collateral] shall be governed by the law of the country or, where appropriate, the law of the part of the country in which the relevant account is maintained, whether or not that country is a Member State."[160]

This provision embodies PRIMA as a general rule applicable to all situations where securities held through indirect holding systems are provided as collateral. This provision would thus put an end to the uncertainty surrounding the implementation of Article 9, paragraph 2, of the Settlement Finality Directive.[161] finally, it may be noted that the proposed provision excludes *renvoi*,[162] does not admit the possibility of the parties *choosing the law applicable* to the proprietary aspects of the transaction,[163] and *localises* the relevant account by using the following cascade:

"A relevant account shall be treated for the purposes of this article as maintained at any given time: (a) where an office is identified in the agreement governing the relevant account, or in the most recent statement relating to the account sent by the relevant intermediary to the holder of the account, as the office at which the account is maintained, at the office so identified; (b) in any other case, at the head office of the relevant intermediary."[164]

2. *At a national level*

PRIMA-like legislation is currently under consideration in various countries in Europe (the Netherlands[165] and the United Kingdom[166]), the Asia Pacific region (Japan[167] and Australia[168]), North America (Canada[169]) and the Caribbean

specified in subsections (d), governs: "(1) the validity of a security; (2) the rights and duties of the issuer with respect to registration of transfer; (3) the effectiveness of registration of transfer by the issuer; (4) whether the issuer owes any duties to an adverse claimant to a security; and (5) whether an adverse claim can be asserted against a person to whom transfer of a certificated or uncertificated security is registered or a person who obtains control of an uncertificated security." According to para. (d), the "issuer's jurisdiction" means "the jurisdiction under which the issuer of the security is organised or, if permitted by the law of that jurisdiction, the law of another jurisdiction specified by the issuer. An issuer organised under the law of this State may specify the law of another jurisdiction as the law governing the matters specified in subsection (a) (2) through (5)."
According to Art. 8, para. (c), the local law of the *jurisdiction in which a security certificate is located at the time of delivery* "governs whether an adverse claim can be asserted against a person to whom the security certificate is delivered."

[159] Among other things, the proposed Directive, which is due for adoption in 2003, intends to provide limited protection of collateral arrangements from some rules of insolvency law, in particular those that would inhibit the effective realisation of collateral or cast doubt on the validity of techniques such as close-out netting, the provision of top-up collateral and substitution. See Working Document, *op. cit.* (footnote 31 *in fine*), p. 19.

[160] The matters specified in para. 5 are the following: "(a) the ranking or priority of any title to or interest in the book-entry securities collateral arising under financial collateral arrangement as against any competing title or interest claimed by another person; (b) any act or thing necessary to ensure that any title to or interest in the book entry securities collateral arising under the financial collateral arrangement may be asserted generally against persons who are not parties to the financial collateral arrangement; (c) the steps required for the realisation of the collateral following the occurrence of an enforcement event, including any act or thing necessary to ensure that any disposal of the collateral will be effective generally as against persons who are not parties to the financial collateral arrangement."

[161] See *supra*, p. 59.

[162] Art. 11, para. 3, of the proposed Directive reads as follows: "The reference in paragraph 2 to the law of a country or part of a country is a reference to its domestic law, that is, to its substantive law, disregarding any rule under which, in deciding the relevant question, reference would be had to the law of another country."

[163] See Schefold, *op. cit.* (footnote 49), p. 471, with further references.

[164] Art. 11, para. 4, of the proposed Directive.

[165] The Netherlands Standing Government Committee on Private International Law has issued a Draft Bill on Conflict of Law Rules Relating to Property Law Issues. Section 14 of the Draft Bill adopts PRIMA for indirectly held securities. It is expected that the Draft Bill will come into effect in the Netherlands during the Autumn of 2001.

[166] The United Kingdom originally implemented Art. 9, para. 2, of the Settlement Finality Directive reflecting the restriction in that Article. The UK Treasury has indicated that it intends to introduce further legislation which will extend the protection of Art. 9, para. 2, to financial participants more generally.

[167] In Japan, the Financial Council announced in a report released in June of 1999 that the conflict of laws issue should be resolved, and specifically referred to the PRIMA rule. The Ministry of Justice and the Financial Services Agency are working first on substantive law reform in this area and then will focus on the conflict of laws issue. It is hoped that PRIMA or a similar rule will be adopted in Japan within a few years.

[168] The Australian Government is considering the adoption of legislation embodying PRIMA principles following their endorsement by the Government's corporations advisory body.

[169] At the request of the Uniform Law Conference of Canada, Canada's provincial securities commissions have formed a task force to develop and urge their respective provincial governments to adopt a uniform (harmonised in the case of Quebec) Securities Transfer Act (STA) modelled on revised Art. 8 of the U.C.C in the United States. In addition, pending the implementation of comprehensive STA legislation by several provinces in Canada, the Ontario Securities Commission is urging the Ontario Government to adopt an interim PRIMA-like measure in the form of an amendment to Ontario's Business Corporations Act or Personal Property Security Act.

et dans les Caraïbes (aux Bermudes[170], aux Iles Vierges[171] et aux Antilles néerlandaises[172]).

SECTION 5 – UNE DIGRESSION : LE SYSTÈME DE DÉTENTION INDIRECTE ET LA NOTION DE *TRUST* (OU DE FIDUCIE)

Dans les systèmes juridiques qui reconnaissent la notion de *trust* (fiducie), certains soutiennent que la solution retenue par PRIMA pourrait aussi prospérer sur le fondement de la règle traditionnelle de la *lex rei sitae :* si un investisseur détient un droit sur des titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte, le droit de l'investisseur est un droit de copropriété sur les droits détenus par l'intermédiaire concerné, car l'intermédiaire est le *trustee* (fiduciaire) d'un *trust* (fiducie) créé dans l'intérêt de l'investisseur[173]. Selon les principes traditionnels en matière de conflit de lois, les questions relatives au droit patrimonial afférentes au transfert d'un tel droit seraient régies par la *lex rei sitae*. La question de savoir *où* est situé, au juste, le droit économique (*beneficial interest*), dépend de la nature précise du droit en question : si l'investisseur a un droit absolu d'exiger la remise *in specie* des actifs composant le patrimoine du *trust* (fiducie), alors le droit économique est situé au lieu de localisation des actifs en question ; si l'investisseur ne détient pas un tel droit absolu, alors le lieu de localisation (*situs*) du droit économique est le lieu de résidence ou de l'établissement principal du *trustee* (fiduciaire). S'agissant de titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte, l'investisseur n'a *pas* le droit de se voir remettre des titres spécifiques mais seulement le droit d'exiger que lui soit livrée une quantité déterminée de titres équivalents. Dans ces conditions, le lieu de localisation du droit économique est le lieu de résidence ou le lieu de l'établissement principal du *trustee* (fiduciaire). Par conséquent, c'est le droit du lieu de résidence ou du lieu où l'intermédiaire direct de l'investisseur exerce son activité en qualité de *trustee*, qui régit les aspects du droit patrimonial relatif au transfert[174].

Bien que cette analyse ait reçu l'aval de spécialistes reconnus en matière de *trust* (fiducie), certains préfèrent ne pas avoir recours à la *fiction juridique* du lieu de localisation (*situs*) pour des biens incorporels tels que les titres qui font l'objet d'une inscription en compte par voie électronique. En revanche, les spécialistes considèrent qu'il y aurait plutôt lieu d'adopter une règle spécifique prévoyant que s'appliquera la loi du lieu où est situé l'intermédiaire direct de l'investisseur pour régir les questions relatives au droit patrimonial se rapportant à des sûretés portant sur des titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte. Une telle règle permettrait d'éviter toute référence artificielle au lieu de localisation[175].

Dans un tel contexte, l'on pourrait également se demander si la *Convention de La Haye du 1er juillet 1985 relative à la loi applicable au trust et à sa reconnaissance* (la Convention sur les trusts) s'applique au rapport investisseur – intermédiaire dans le cadre de systèmes de détention indirecte. Dans le contexte de la Convention sur les trusts, un trust est un rapport de droit créé par une personne, le constituant du trust (*settlor*), dont les actifs ont été placés sous le contrôle d'un *trustee* (fiduciaire) dans l'intérêt d'un bénéficiaire ou dans un but précis (art. 2, al. 1). L'article 3 précise que la Convention ne s'applique qu'aux trusts *volontairement constitués* (et constatés par écrit), ce qui exclut du champ d'application de la Convention les *trusts par assimilation* (*constructive trusts*)[176]. Certains ont soutenu, dans ce contexte, que les trusts nés d'un rapport investisseur-intermédiaire sont *exclus* du champ d'application de la Convention sur les trusts, dans la mesure où ces *trusts* ne sont pas *créés* par un constituant du trust[177]. On pourrait, cependant, faire valoir la thèse contraire ; l'analyse que l'on fait de cette question pouvant en partie dépendre de la documentation et des circonstances propres à un cas donné. Pour les besoins de la Convention proposée, le point essentiel serait de bien préciser que, dans les cas où l'on considère qu'un régime de détention indirecte a entraîné la constitution d'un trust auquel s'applique la Convention sur les trusts, la règle en matière de conflit de lois retenue dans le cadre de la nouvelle Convention proposée prévaudra sur celle qui figure dans la Convention sur les trusts si tant est qu'il y ait incompatibilité entre les deux règles.

SECTION 6 – LE PROBLÈME DU CONFLIT DE LOIS EN L'ABSENCE DE TOUTE RÈGLE PRÉCISE DESTINÉE À S'APPLIQUER AU SYSTÈME DE DÉTENTION INDIRECTE : L'EXEMPLE DE LA SUISSE

Une présentation plus détaillée de la situation en Suisse apparaît intéressante pour deux raisons : tout d'abord, la Suisse dispose d'un marché financier important avec de nombreuses ramifications internationales ; ensuite, une loi moderne et détaillée relative au droit international privé est entrée en vigueur en 1989. En outre, l'analyse en droit suisse, des problèmes de conflit de lois relatifs aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte, met en lumière de nouvelles caractéristiques qui sont intéressantes et à propos. Toutefois, de façon surprenante, cette analyse apparaît plutôt compliquée et est ainsi source d'une incertitude significative qu'il convient d'aborder.

I. Les titres dématérialisés et les titres représentés par un certificat en droit suisse

Comme les règles de droit matériel de beaucoup de pays, le droit suisse accorde un traitement différent aux titres, selon qu'ils sont dématérialisés ou représentés par un certificat.

[170] Le *Legislative Changes Committee* de la *Bermuda International Business Association* envisage d'adopter PRIMA et a indiqué qu'elle « envisage de façon favorable ces changements ».

[171] Le *British Virgin Islands Financial Services Department* étudie actuellement un projet de loi sur la législation PRIMA et l'adoption d'une telle législation est attendue au début de l'année 2001.

[172] Le Gouvernement des Antilles néerlandaises est en train d'envisager sérieusement la mise en application de PRIMA dans sa législation sur les conflits de lois. Cette mise en application pourrait avoir lieu dès le 1er janvier 2001.

[173] Il convient de souligner que l'utilisation par analogie du *trust* (fiducie) pour les besoins de l'analyse des conflits de lois est entièrement distincte des questions relatives aux droits et aux obligations matérielles des parties. Notamment cela n'implique pas que les intermédiaires (y compris les dépositaires et les conservateurs) soient soumis aux responsabilités très strictes imposées aux *trustees* (fiduciaires) ; leurs responsabilités devraient selon toute vraisemblance dépendre essentiellement des conditions stipulées dans leurs contrats avec leurs clients.

[174] Voir Mark Moshinsky, *« Securities held through a Securities Custodian – Conflict of Laws Issues », Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Special Supplement to Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, p. 18-21, avec d'autres références ; Potok, *op. cit.* (note 31), p. 6 et 7, et Benjamin, *op. cit.* (note 79), p. 79-84.

[175] Voir notamment Goode, *op. cit.* (note 31), p. 22 et 23, et Potok, *op. cit.* (note 31), p. 7.

[176] Voir le Rapport explicatif sur la Convention, rédigé par Alfred E. von Overbeck, dans *Actes et documents de la Quinzième session (1984)*, tome II, *Trusts – droit applicable et reconnaissance*, La Haye 1984, p. 380, par. 49.

[177] Voir Goode, *op. cit.* (note 31), p. 23, note 11.

(Bermuda,[170] the British Virgin Islands[171] and the Netherlands Antilles[172]).

SECTION 5 – THE INDIRECT HOLDING SYSTEM AND THE TRUST CONCEPT: AN EXCURSUS

For legal systems which recognise the *trust* concept, it has been argued that the PRIMA solution could also be reached on the basis of the traditional *lex rei sitae* rule: if an investor holds an interest in respect of securities through the indirect holding system, the investor's interest is one of co-ownership in the interests held by the immediate intermediary, in the sense that the intermediary is the trustee of a trust for the benefit of the investor.[173] Under traditional conflict of laws principles, the proprietary aspect of the transfer of such an interest would be governed by the *lex rei sitae*. The question of *where* such a beneficial interest lies, depends on the precise nature of the interest: if the investor has an absolute right to ask for the delivery of the trust assets *in specie*, then the beneficial interest is situated at the place of the assets; if the investor does not hold such an absolute right, then the situs of the beneficial interest is the place of the residence or business of the trustee. In the case of securities held through indirect holding systems, the investor does *not* have a right to delivery of specific securities but only the right to call for delivery of a specified quantity of securities of the appropriate description. Hence, the situs of the beneficial interest is the place of residence or business of the trustee. Accordingly, it is the law of the place of residence or business of the investor's immediate intermediary as trustee which governs the proprietary aspects of the transfer.[174]

While the result of this analysis has received the support of leading trust experts, some prefer to avoid the reference to the *legal fiction* of a situs for intangibles such as electronic book entries. Rather, they argue for the adoption of a specific rule pointing directly to the law of the place of the investor's immediate intermediary to govern the proprietary aspect of a collateral transaction involving securities held through an indirect holding system, thus bypassing any artificial reference to the situs.[175]

In this context, one may also ask about the applicability of the *Hague Convention of 1 July 1985 on the Law Applicable to Trusts and on their Recognition* (the Trust Convention) to the investor-intermediary relationship within indirect holding systems. For the purposes of the Trust Convention, a trust is a legal relationship created by a person, the settlor, whose assets have been placed under the control of a trustee for the benefit of a beneficiary or for a specified purpose (Art. 2, para. 1). Article 3 specifies that the Trust Convention applies only to trusts *created voluntarily* (and evidenced in writing), thus excluding *constructive trusts* from the Convention's scope of application.[176] Against this background, it has been argued that trusts arising from the investor-intermediary relationship are *excluded* from the scope of the Trust Convention, as these trusts are not *created* by a settlor.[177] The contrary view may, however, also be argued; the analysis may in part depend on the precise documentation and circumstances in the particular case. For purposes of the proposed Convention, the important point would seem to be to make it clear that, in cases where an indirect holding pattern is regarded as giving rise to a trust to which the Trust Convention applies, the conflict of laws rule in the proposed new Convention will prevail over that in the Trust Convention to the extent that the two are inconsistent.

SECTION 6 – THE CONFLICT OF LAWS PUZZLE IN THE ABSENCE OF ANY SPECIFIC RULE DESIGNED TO APPLY TO THE INDIRECT HOLDING SYSTEM: THE EXAMPLE OF SWITZERLAND

A more detailed presentation of the situation in Switzerland appears to be interesting for two main reasons: first, Switzerland has an important financial market with considerable international ramifications; and secondly, in 1989, a modern and comprehensive Private International Law Statute entered into force. In addition, the analysis of the conflict of laws problems relating to dispositions of securities held in indirect holding systems under Swiss law reveals some particular novel features that are interesting and relevant. Somewhat surprisingly, however, this analysis appears to be rather complicated and thus generates significant uncertainty that needs to be addressed.

I. Certificated and uncertificated securities under Swiss law

As is the case with the substantive law of many jurisdictions, Swiss law treats certificated and uncertificated securities in very different ways.

[170] The Legislative Changes Committee of the Bermuda International Business Association has been considering the adoption of PRIMA and has indicated that it is "favourably considering the changes".

[171] The British Virgin Islands Financial Services Department is currently considering a draft bill of PRIMA legislation and it is hoped that legislation will be introduced early in 2001.

[172] The Netherlands Antilles Government is seriously considering the implementation of PRIMA in its conflict of laws legislation. This implementation may well be effected as early as 1 January 2001.

[173] It should be stressed that use of the trust analogy for the purposes of the conflict of laws analysis is entirely separate from the issue of the substantive rights and obligations of the parties. In particular, it does not imply that intermediaries (including depositories and custodians) are subject to the strict liabilities imposed on trustees; their responsibilities are likely to depend primarily on the terms of their contracts with their customers.

[174] See Mark Moshinsky, "Securities held through a Securities Custodian – Conflict of Laws Issues", *Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Special Supplement to Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, pp. 18-21, with further references; Potok, *op. cit.* (footnote 31), pp. 6–7, and Benjamin, *op. cit.* (footnote 79), pp. 79-84.

[175] See in particular Goode, *op. cit.* (footnote 31), pp. 22-23, see also Potok, *op. cit.* (footnote 31), p. 7.

[176] See the Explanatory Report on the Convention by Alfred E. von Overbeck, in: *Proceedings of the Fifteenth Session (1984)*, Tome II, *Trusts – applicable law and recognition*, The Hague 1984, p. 380, para. 49.

[177] See Goode, *op. cit.* (footnote 31), p. 23, footnote 11.

Les titres *représentés par un certificat* déposés auprès du dépositaire central suisse, le SegaInterSettle (SIS) sont considérés comme des biens fongibles. À ce titre, ils font l'objet de droits de propriété et d'autres droits réels. En achetant de tels titres, l'investisseur acquiert, au prorata, un droit de propriété en qualité de copropriétaire de la masse des titres déposés auprès du SIS, et non un droit de propriété exclusif sur des titres individuels[178]. Les dispositions contractuelles du SIS prévoient que la SIS n'acquiert aucun droit de propriété sur les titres déposés dans ses coffres.

En principe, la propriété des titres représentés par un certificat est transférée par la mise en possession, c'est-à-dire par la remise du titre (art. 714 du Code civil suisse, ci-après dénommé C. civ.). Dans un même ordre d'idée, pour qu'un gage soit valable, il faut qu'il y ait mise en possession des titres et le gage ne sera pas opposable aux tiers tant que le constituant conserve la possession exclusive des titres. Dans un système de détention indirecte, le SIS a la possession directe des titres et les intermédiaires et investisseurs en ont la possession dérivée (indirecte). Cela étant, dans une telle situation, la possession peut être transférée sans remise, si une tierce partie reste en possession des titres en raison d'une relation juridique spéciale, telle qu'un contrat (art. 924 du C. civ.). C'est cet autre mode de transfert qui s'applique dans le cadre d'un système de détention indirecte : le SIS, en tant que tierce partie, conserve la possession directe de l'ensemble des titres déposés auprès de lui, conformément au contrat. La mise en possession sans livraison physique des titres est donc effectuée par inscription en compte.

Les titres *dématérialisés* sont toutefois considérés comme de simples droits personnels ou contractuels à l'égard de l'émetteur[179]. Par conséquent, ces titres doivent être transférés ou mis en gage conformément aux dispositions relatives au transfert ou à la mise en gage de créances. Ainsi, la cession ou le gage doit faire l'objet d'un écrit[180].

En résumé, selon le type de titres concerné, c'est-à-dire selon qu'il s'agit de titres dématérialisés ou de titres représentés par un certificat, la nature juridique des droits que l'investisseur a sur les titres en question varie : l'investisseur détiendra un droit réel *(in rem)* s'agissant de titres représentés par un certificat, et un droit contractuel s'agissant des titres dématérialisés. Cette distinction est essentielle lorsqu'il s'agit de décider quelles règles de conflit de lois s'appliquent aux opérations sur des titres détenus indirectement.

II. Les questions relatives aux conflits de lois

Les problèmes de conflit de lois sont régis par la loi fédérale sur le droit international privé de 1987 (ci-après la LDIP). Il convient, dans un premier temps, de noter qu'aucune disposition particulière n'aborde le cas précis d'un système de détention indirecte de titres. La question de savoir quelles dispositions « générales » s'appliquent, va dépendre de la nature du droit sur le titre en cause, ainsi que du type d'opération envisagé. Trois dispositions doivent être envisagées :

- l'article 100 du LDIP pour *le transfert en pleine propriété de titres représentés par un certificat ;*
- l'article 105 du LDIP pour la mise en gage de titres représentés par un certificat ou de titres dématérialisés ;
- l'article 145 du LDIP pour le transfert en pleine propriété de titres dématérialisés[181].

A. *Les titres représentés par un certificat*

1. *Le transfert de propriété à titre de garantie / le transfert en pleine propriété*

Comme nous l'avons mentionné plus haut, les titres représentés par un certificat sont considérés, en droit suisse, comme des *biens meubles*. Ceci étant, il convient de remarquer que la LDIP ne contient pas de disposition spécifique relative au *« transfert de propriété à titre de garantie », (Sicherungsübereignung).* Ainsi, on doit tout d'abord vérifier si un tel transfert de propriété peut être assimilé à une catégorie existante de sûretés. Toutefois, il apparaît que deux options différentes peuvent légitimement être prises en considération. Comme ces deux options conduisent à des résultats différents, l'objectif de sécurité juridique et de prévisibilité n'est pas atteint.

La première option retient qu'un « transfert de propriété à fin de sûreté », doit être assimilé à un *transfert en pleine propriété* de titres représentés par un certificat *(certificated securities).* En conséquence, les aspects relatifs au droit patrimonial devraient être régis par la règle générale de l'article 100 de la LDIP sur le transfert de biens mobiliers qui est la *lex rei sitae*[182]. Aux termes de l'alinéa 1 de cet article, l'acquisition et la perte de droits sur des biens meubles relèvent du droit de l'Etat où sont situés les biens au moment du transfert. Etant donné que les droits sur des titres représentés par un certificat sont considérés comme des droits de propriété, le lieu de localisation du certificat, c'est-à-dire le *lieu du dépositaire central ou de son conservateur dans les coffres duquel sont conservés les certificats,* détermine les règles de droit matériel applicables[183].

Selon la deuxième approche, le « transfert de propriété à titre de garantie » serait davantage assimilé à une mise en gage puisque le transfert de propriété vise à garantir une opération. En conséquence, un « transfert de propriété à titre de garantie » serait régit par la loi applicable aux *mises en gage*. L'analyse suivante démontrera que si tel est le cas, alors deux formes de transfert de propriété de titres peuvent conduire à des résultats sensiblement différents – le critère applicable pour déterminer la loi applicable au « transfert de propriété à titre de garantie » serait différent de celui applicable à un transfert en pleine propriété.

2. *La mise en gage*

L'article 105 de la LDIP traite notamment de la mise en gage de « papiers valeurs » et constitue une disposition

[178] Même si une société émet un ou plusieurs certificats globaux *(global certificates)*, la doctrine et la pratique juridique tiennent tout de même pour acquis que l'investisseur détient un droit réel sur les titres.

[179] Voir, par exemple, D. Zobl / C. Lambert, *« Zur Entmaterialisierung der Wertpapiere », Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht / Revue suisse du droit des affaires / Swiss review of business law,* 1991 vol. 3, p. 129.

[180] Pour la cession de créances : art. 164 à 174 du Code suisse des obligations, ci-après dénommé CO, l'exigence d'un écrit étant formulée à l'art. 165 du CO ; pour la mise en gage de créances : art. 899 à 906 du C. civ.

[181] Pour les commentaires suivants, voir notamment Dieter Zobl, *« Internationale Übertragung und Verwahrung von Wertpapieren (aus schweizerischer Sicht) »*, manuscrit d'une présentation au sous-comité E10 du comité E de la IBA à Francfort en automne 1999, à paraître dans *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht / Revue suisse de droit des affaires / Swiss review of business law*, 2001, vol. 2 ; Reber, *op. cit.* (note 31), p. 24 à 27.

[182] Zobl, *op. cit.* (note 181), p. 11. L'art. 100 du LDIP dispose que : « 1. L'acquisition et la perte de droits réels mobiliers sont régies par le droit du lieu de situation du meuble au moment des faits sur lesquels se fondent l'acquisition ou la perte. 2. Le contenu et l'exercice de droits réels mobiliers sont régis par le droit du lieu de situation du meuble. »

[183] En règle générale, les mêmes règles de droit matériel s'appliqueront aussi au contenu et à l'exercice de droits réels sur ces titres représentés par un certificat (art. 100, par. 2 LDIP).

Certificated securities deposited with the Swiss CSD, SegaInterSettle (SIS), are characterised as fungible chattel. As such, they are subject to property rights and other rights *in rem*. When buying such securities, the investor acquires a pro-rata property right as co-owner of the pool of securities deposited with SIS, and not exclusive property rights in individual securities.[178] Contract provisions of SIS provide that SIS acquires no ownership rights in the deposited securities.

In principle, the ownership of certificated securities is transferred by transfer of possession, that is, by delivery of the certificate (Art. 714 of the Swiss Civil Code, hereinafter CC). Similarly, for a pledge to be effective, transfer of possession of the securities is required, and the pledge is not perfected as long as the pledgor retains exclusive possession of the securities. In an indirect holding system, SIS has direct possession of the securities and the intermediaries and the investors have derivative (indirect) possession of the securities. In such a situation, possession can be transferred without delivery, if a third party remains in possession of the securities based on a special legal relationship, such as a contract (Art. 924 of CC). It is this alternative method of transfer which applies in the indirect holding system: SIS, as a third party, keeps direct possession of all the securities deposited with it, based on contract. Transfer of possession without delivery is thus effectuated through book entries.

Uncertificated securities, however, are characterised as mere personal or contractual rights against the issuer.[179] Consequently, these securities have to be transferred or pledged according to the provisions on the assignment and pledge of claims. Among other requirements, the assignment or pledge must be in writing.[180]

In summary, depending on the type of the securities involved, certificated or uncertificated, the legal nature of the investor's interests in respect of the securities varies: the investor will have a property right *in rem* in certificated securities and a contractual right in uncertificated securities. This distinction is crucial in determining which conflict of laws rules to apply for transactions relating to indirectly held securities.

II. The conflict of laws issues

The conflict of laws issues are governed by the federal Private International Law Statute of 1987 (hereinafter PILS). At the outset, it is important to note that no special provisions have been adopted to tackle the specific case of the indirect holding system for securities. Which of the "general" provisions applies depends on the nature of the interest in the securities as well as on the type of transaction involved. There are three provisions to be considered:

- Article 100 of PILS for the *outright transfer of certificated securities*;
- Article 105 of PILS for the *pledging of certificated or uncertificated securities*; and
- Article 145 of PILS for the *outright transfer of uncertificated securities*.[181]

A. *Certificated securities*

1. *Transfer of title / outright transfer*

As mentioned, under Swiss law certificated securities are considered to be *movable property*. This being said, it should be noted that the Swiss PILS does not contain a specific provision on the transfer of title for collateral purposes (*transfert de propriété à fin de sûreté*, *Sicherungsübereignung*). Hence, one first has to ascertain whether such a transfer of title may be assimilated to an existing category of transactions. It would seem, however, that there are two different options that may legitimately be considered. As these two options lead to different results, the goal of legal certainty and predictability is not achieved.

First, one may take the view that a transfer of title for collateral purposes has to be assimilated to an *outright transfer* of full ownership of certificated securities. Accordingly, the proprietary aspects would be governed by the general rule of Article 100 of PILS on the transfer of movable goods, that is, by the *lex rei sitae*.[182] Under paragraph 1 of this Article, the transfer of rights in movable property is subject to the law of the State in which the property is located at the time of the transfer. Because the rights in certificated securities are considered to be property rights, the situs of the certificate, that is, the *location of the CSD or of its depository keeping the certificates in its vault*, determines the substantive law to be applied.[183]

Under the second approach, the transfer of title for collateral purposes would be likened to a *pledge*, because transfer of title is designed to secure a transaction. Accordingly, a transfer of title for collateral purposes would be governed by the law that would apply to *pledges*. The following analysis will show that if this were the case, then two forms of transfer of ownership of securities may lead to quite different results – the test to be applied to determine the law applicable to title transfer for collateral purposes would be different from that applicable to outright sale.

2. *Pledge*

Article 105 of PILS deals, *inter alia*, with the pledging of certificated securities and is a special provision that

[178] Even if a company issues one or more global certificates, legal doctrine and practice still assume that the investor holds a right *in rem* in the securities.

[179] See *e.g.*, D. Zobl / C. Lambert, "*Zur Entmaterialisierung der Wertpapiere*", *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht / Revue suisse du droit des affaires / Swiss Review of Business Law*, 1991 vol. 3, p. 129.

[180] For the assignment of claims: Art. 164 to 174 of the Swiss Code of Obligations, hereinafter CO, with the writing requirement embodied in Art. 165 of CO; for the pledge of claims: Art. 899 to 906 of CC.

[181] For the following, see in particular Dieter Zobl, "*Internationale Übertragung und Verwahrung von Wertpapieren (aus schweizerischer Sicht)*", manuscript of a presentation to the Subcommittee E10 of Committee E of the IBA in Frankfurt in Fall 1999, to be published in: *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht / Revue suisse de droit des affaires / Swiss review of business law*, 2001, vol 2; Reber, *op. cit.* (footnote 31), pp. 24-27.

[182] Zobl, *op. cit.* (footnote 181), p. 11. Art. 100 reads as follows: "1. Acquisition and loss of real rights in movable goods are governed by the law of the country of location at the time of the event giving rise to the acquisition or loss. 2. The scope and exercise of real rights in movable goods is governed by the law at the location of the goods." The English translation is taken from P.A. Karrer / K.W. Arnold, *Switzerland's Private International Law Statute 1987*, Deventer 1989.

[183] Generally, the same substantive law will also apply to the scope and exercise of *in rem* rights with regard to these certificated securities (Art. 100, para. 2, of PILS).

spéciale qui déroge au principe général de la *lex rei sitae* énoncé à l'article 100 de la LDIP. Cette disposition comporte un facteur de rattachement subjectif ainsi qu'un facteur objectif. L'article 105, paragraphe 1, de la LDIP prévoit que la mise en gage de papiers valeurs est soumise au droit choisi par les parties dans l'acte de mise en gage. Toutefois, ce choix du droit applicable n'est pas opposable aux tiers[184]. Lorsque les droit de tiers sont concernés et à moins que ces derniers n'acceptent la loi choisie par les parties dans l'acte de mise en gage, la loi du lieu de résidence habituelle du créancier-gagiste sera la loi applicable. L'article 105 soulève ainsi d'importantes incertitudes dans la mesure où un tiers peut choisir à son gré que ses droits soient déterminés par la loi choisie par les parties dans l'acte de mise en gage ou par la loi du lieu de résidence habituelle du créancier-gagiste[185]. Par conséquent, pour obtenir un droit valable sur des papiers valeurs, le créancier-gagiste (bénéficiaire du gage) devra toujours s'assurer que les formalités relatives à la loi choisie par les parties *et* celles relatives à la loi du lieu de la résidence habituelle du créancier-gagiste ont été respectées. Ceci laisse les parties à l'acte de mise en gage dans une sécurité juridique relative car la question cruciale pour les parties est précisément de savoir si elles ont un droit opposable aux tiers[186].

En l'absence d'un choix valable quant au droit applicable, le nantissement de *titres* est soumis au droit du lieu de résidence habituelle du créancier-gagiste[187].

Il convient de noter toutefois que le créancier-gagiste intervient souvent en qualité d'intermédiaire et que, par conséquent, c'est le lieu de résidence habituelle de l'intermédiaire qui s'appliquera (dans la mesure où le choix du droit applicable effectué par les parties ne prévaut pas)[188].

B. *Les titres dématérialisés*

1. *Le transfert de propriété à titre de garantie / le transfert en pleine propriété*

Comme pour les titres représentés par un certificat *(certificated securities)*, le transfert de titres dématérialisés peut être caractérisé de deux façons différentes. Tout d'abord on peut l'assimiler à un transfert d'une *créance* qui s'opère par *cession*. L'article 145 de la LDIP prévoit que la cession d'une créance relève de la loi choisie par les parties dans le contrat de cession, ou en l'absence d'un tel choix, par la loi régissant la créance[189]. A première vue, cette disposition semble laisser une large place au choix de la loi applicable. Il convient de remarquer, toutefois que selon l'article 145, alinéa 1, le choix de la loi ne peut être invoqué à l'encontre du débiteur de la créance cédée. Ainsi, en l'espèce, le choix de la loi ne peut être invoqué contre l'émetteur de titres dématérialisés sans le consentement de ce dernier. En outre, selon certains auteurs, il y a lieu d'appliquer par analogie l'art. 105, alinéa 1, selon lequel le choix de la loi n'est pas opposable envers les tiers qui n'ont pas consenti à un tel choix[190]. En l'absence de choix valable des parties quant à la loi applicable (cette absence pouvant résulter de l'opposition faite par un tiers), la loi régissant la créance cédée, devrait s'appliquer. Dans le cas d'actions, la loi applicable serait la loi de l'émetteur et dans le cas de titres de créance, la loi régissant la convention relative au titre de créance[191].

Selon une deuxième approche, le transfert de propriété devrait être considéré comme une *mise en gage*.

2. *La mise en gage*

La règle spécifique concernant les conflits de lois en matière de titres dématérialisés se trouve à l'article 105 de la LDIP concernant la mise en gage de « créances » et d'« autres droits ». Comme pour les titres représentés par un certificat, la mise en gage de titres dématérialisés, qu'il s'agisse de créances ou d'autres droits, relève du droit choisi par les parties. Mais, ici encore, le choix du droit applicable n'est pas opposable aux tiers. En l'absence d'une élection de droit valable, la mise en gage de « créances » relève de la loi du lieu de résidence habituelle du créancier-gagiste, alors que la mise en gage d'« autres droits », relève de la loi régissant ces autres droits en question (art. 105, al. 2, de la LDIP)[192]. Dans la mesure où la question de savoir si les titres dématérialisés relèvent de la catégorie des « créances » ou des « autres droits », est contestée, l'application de cette disposition pose une première difficulté majeure. Ensuite, la référence à la loi régissant les « autres droits » est difficile à appliquer en pratique ; il semblerait que dans le cas de titres dématérialisés, elle entraîne l'application de la loi du lieu de localisation de l'émetteur[193].

Ainsi, lorsqu'il s'agit de titres dématérialisés il y a une double incertitude. La question de savoir si les titres dématérialisés peuvent être considérés comme des « créances » ou « d'autres droits » ainsi que celle relative à la manière dont le critère relatif aux « autres droits » devrait s'appliquer ne sont pas tranchées. Une analyse plus détaillée de la question, qui n'a pas encore été effectuée à ce jour, dépasserait le cadre de ce Rapport[194].

III. Conclusion

Selon le type de titres en cause et le type d'opérations de constitution de sûreté envisagé, au moins *quatre règles de droit matériel différentes* pourraient s'appliquer : (i) la loi du lieu de localisation des certificats, la *lex rei sitae,* (ii)

---

[184] L'art. 105, al. 1, dispose que : « la mise en gage de créances, de papiers valeurs ou d'autres droits, est régie par le droit choisi par les parties. Cette élection de droit n'est pas opposable aux tiers. »

[185] Pius Fisch, *Kommentar zum Schweizerischen Internationalen Privatrecht*, Honsell / Vogt (eds.), Bâle 1996, ad *art.* 105, note 12 ; Zobl, *op. cit.* (note 181), p. 11.

[186] Voir par exemple, Reber, *op. cit.* (note 31), p. 26.

[187] L'art. 105, al. 2, a la teneur suivante : « A défaut d'élection de droit, la mise en gage de créances et de titres est régie par le droit de l'Etat de la résidence habituelle du créancier-gagiste : la mise en gage d'autres droits est régie par le droit qui s'applique à ceux-ci. »

[188] Reber, *op. cit.* (note 31), p. 26.

[189] L'art. 145 est placé sous le titre *Transfert de créances 1. Par cession contractuelle* et dispose que :
« 1. La cession contractuelle de créances est régie par le droit choisi par les parties ou, à défaut de choix, par le droit applicable à la créance cédé ; le choix par le fait du cédant et du cessionnaire n'est pas opposable au débiteur sans son approbation.
2. L'élection du droit relatif à la cession d'une créance d'un travailleur n'est valable que dans la mesure où l'article 121, 3e alinéa, relatif au contrat de travail, l'admet.
3. La forme de la cession est exclusivement régie par le droit applicable au contrat de cession.
4. Les questions concernant exclusivement les relations entre cédant et cessionnaire sont régies par le droit applicable au rapport juridique à la base de la cession. »

[190] Pour un débat relatif à cette question, voir Felix Dasser, *Kommentar zum Schweizerischen Internationalen Privatrecht*, Honsell / Vogt (eds.), Bâle 1996, *ad* art. 145, note 12.

[191] Reber, *op. cit.* (note 31), p. 27.

[192] Voir *supra*, note 187.

[193] Voir Christoph Brunner, *Wertrechte – nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere*, Berne 1996, p. 108 et 109.

[194] Voir, cependant, l'ouvrage devant paraître signalé à la note * qui comprendra une analyse de cette question.

derogates from the general principle of the *lex rei sitae* set out by Article 100 of PILS. It contains a subjective as well as an objective connecting factor. Article 105, paragraph 1, of PILS provides that the pledging of certificated securities is subject to the law chosen by the parties to the pledge; however, this choice of law may not be asserted against third parties.[184] Where third parties rights are involved then unless the third party accepts the law chosen by the parties to the pledge, the law of the place of the habitual residence of the lien creditor (collateral taker) would be the applicable rule.[185] Article 105 thus raises some significant uncertainties, as a third party may choose, at its convenience, to have its rights determined either by the law chosen by the parties to the pledge agreement or by the law of the lien creditor's habitual residence. Therefore, in order to obtain a valid interest in the securities, the lien creditor will always have to ascertain whether the formalities of both the law chosen by the parties *and* the law of the place of the habitual residence of the lien creditor have been complied with. This leaves the parties to the pledge agreement with little certainty because the crucial question is precisely whether they have an interest that is good against third parties.[186]

Absent a valid choice of law, the pledging of securities is subject to the law of the place of habitual residence of the lien creditor (collateral taker).[187]

However, it must be noted that quite often the lien creditor also will act as the intermediary and that therefore the law of the place of the intermediary's habitual residence would govern (to the extent that the choice of law made by the parties does not prevail).[188]

B. *Uncertificated securities*

1. *Transfer of title / outright transfer*

The transfer of uncertificated securities also may be regarded in two different ways. first, one may categorise it as a transfer of a *claim*, which is effected by *assignment*. Article 145 of PILS provides that such assignment of a claim is subject to the law chosen by the parties to the assignment, or absent such a choice, by the law governing the claim.[189] At first glance, this provision seems to leave ample room for an effective choice of law. It should be noted, however, that according to Article 145, paragraph 1, the choice of law may not be asserted against the debtor of the claim assigned. Thus, for instance, the choice of law may not be invoked against the issuer of uncertificated securities without the issuer's consent. Further, according to some views, an analogy has to be drawn to Article 105, paragraph 1, according to which the choice of law is not valid against third parties who did not consent to such a choice.[190] In the absence of a valid choice of law (possibly resulting from the objection of a third party), the law governing the claim which is being assigned would apply. In the case of equity securities this would be the law of the issuer, and in the case of debt securities, it would be the law governing the debt securities.[191]

According to a second approach, the transfer of title should be regarded as a *pledge*.

2. *Pledge*

The specific conflict of laws rule for uncertificated securities is to be found in Article 105 of PILS which addresses the pledging of "claims" and "other rights". As for certificated securities, the pledging of uncertificated securities, whether claims or other rights, is subject to the law chosen by the parties; here too, the choice of law may not be asserted against third parties. In the absence of a valid choice of law, the pledging of "claims" is subject to the law of the place of the lien creditor's habitual residence, whereas the pledging of "other rights" is subject to the law governing such other rights (Art. 105, para. 2 of PILS).[192] As it is disputed, whether uncertificated securities should fall within the category of "claims" or "other rights", the application of the provision poses a first major problem. In addition, the reference to the law governing "other rights" is difficult to apply in practice; it would appear that it could lead in the case of uncertificated securities, to the law of the location of the issuer.[193]

Thus in the case of a pledge of uncertificated securities there is a double uncertainty. It is not clear whether the uncertificated securities would be treated as "claims" or "other rights", and if the latter it is unclear how the test would be applied. A more detailed analysis of this issue would exceed the scope of this Report, and has so far not been conducted.[194]

III. Conclusion

Depending on the type of securities and the kind of collateral transaction considered, there are at least *four different substantive laws* which could apply: (i) the law of the location of the physical certificates as the *lex rei sitae*, (ii)

---

[184] Art. 105, para. 1, reads as follows: "The pledge of claims, securities, and other rights is governed by the law chosen by the parties. The choice of law cannot be invoked against third parties."

[185] Pius Fisch, in: *Kommentar zum Schweizerischen Internationalen Privatrecht*, Honsell / Vogt (eds.), Basle 1996, ad Art. 105, note 12; ZOBL, *op. cit.* (footnote 181), p. 11.

[186] See *e.g.*, Reber, *op. cit.* (footnote 31), p. 26.

[187] Art. 105, para. 2, reads as follows: "If no choice of law has been made, the pledge of claims and securities is governed by the law of the pledgee's habitual residence; the pledge of other rights is governed by the law applicable to them."

[188] Reber, *op. cit.* (footnote 31), p. 26.

[189] Art. 145 is placed under the heading *Transfer of claims 1. By contractual agreement* and reads as follows:
"1. The contractual assignment of a claim is governed by the law chosen by the parties or, if none was chosen, by the law applicable to the claim. The choice of law has no effect on the debtor without his assent.
2. For the assignment of a claim of an employee, the choice of law is only valid to the extent permitted for the employment contract by Article 121 subsection 3.
3. The form of assignment is exclusively subject to the law governing the contract to assign.
4. Questions only concerning the relationship between assignor and assignee are subject to the law governing the legal relationship on which the assignment is based."

[190] For a discussion of this issue, see Felix Dasser, in: *Kommentar zum Schweizerischen Internationalen Privatrecht*, Honsell / Vogt (eds.), Basle 1996, *ad* Art. 145, note 12 with further references.

[191] Reber, *op. cit.* (footnote 31), p. 27.

[192] See *supra*, footnote 187.

[193] See Christoph Brunner, *Wetrechte – nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere*, Bern 1996, pp. 108-109.

[194] See, however, R. Potok's forthcoming book mentioned in footnote *, which will include an analysis of this issue.

la loi choisie par les parties à l'opération de sûreté, (iii) la loi du lieu de résidence habituelle du créancier-gagiste, (iv) la loi de l'émetteur ou, (v) dans le cas de titres de créances, la loi régissant la convention relative au titre de créance. Cette diversité des solutions possibles entraîne une grande insécurité juridique sur la question de la loi applicable en matière d'opposabilité aux tiers d'un droit sur des titres. Le manque actuel d'une législation à part entière et de dispositions législatives claires sur cette question est considéré comme un véritable danger pour le bon fonctionnement du marché suisse des titres[195]. Bien que les dispositions juridiques de la LDIP puissent être sujettes à des interprétations pouvant entraîner l'application de la loi du pays où est situé l'intermédiaire direct, la question semble cependant trop importante pour être laissée à cette vague éventualité d'une interprétation en quête d'une solution désirée. En cas de litige, une incertitude demeure quant aux solutions qui seront retenues par les tribunaux[196].

CONCLUSION

Ce Rapport a exposé les deux approches qui, théoriquement, pourraient être adoptées pour identifier la loi applicable aux questions relatives au droit patrimonial afférent à une opération de constitution de sûreté dans le cadre d'un système de détention indirecte : la méthode de « l'approche de la transparence » et la méthode du lieu de la localisation de l'intermédiaire direct (PRIMA, *« place of the relevant intermediary approach »*). La première approche, qui cherche à déterminer quelle est la loi en fonction du lieu où se trouvent effectivement les titres en question, paraît hautement problématique et ne manquerait pas de poser, sur le plan pratique, de très sérieux problèmes. Selon l'autre approche, lorsqu'une sûreté sur titres est consentie par le moyen d'inscriptions en compte auprès d'un intermédiaire, le bénéficiaire de la sûreté n'aura qu'à se référer à la loi de l'intermédiaire afin de déterminer la validité et l'ordre de priorité du droit du bénéficiaire de la sûreté *(collateral taker)* à l'égard des tiers. Selon le présent Rapport, cette approche semble fondée, pratique et constitue une réponse parfaitement adaptée au problème concerné : en effet, dans la plupart des systèmes de détention indirecte, le seul lieu où l'on puisse trouver une quelconque preuve des droits du bénéficiaire de la sûreté serait le lieu où les livres sont tenus par leur intermédiaire direct.

Ce Rapport va plus loin et arrive à la conclusion que PRIMA devrait s'appliquer non seulement aux opérations qui impliquent la constitution de sûretés mais devrait également s'étendre à une cession en pleine propriété de titres qui sont détenus par une chaîne d'intermédiaires.

PRIMA a déjà été consacré à plusieurs reprises, tant au niveau national que régional. De plus, plusieurs mesures législatives actuellement à l'étude conduiront (vraisemblablement) aussi à l'adoption de PRIMA – ce qui confirme une nouvelle fois le bien fondé de la solution envisagée dans la Convention de La Haye proposée. Insistons en outre sur le fait qu'une convention dont la portée est mondiale serait également dans l'intérêt des Etats qui ont déjà intégré la règle du lieu de localisation de l'intermédiaire direct (PRIMA) : plus il y a d'Etats qui adoptent cette approche, plus l'on assurera en ce domaine la prévisibilité et la sécurité juridique nécessaires à un marché financier qui devient de plus en plus mondial. L'adoption d'une règle uniforme serait à la fois dans l'intérêt des pays qui ont déjà un marché financier sophistiqué et des pays dont les marchés financiers sont en voie de développement ; elle constituerait également un intérêt pour tous les intervenants des marchés financiers qu'ils soient prêteurs ou emprunteurs.

La Convention proposée – qui se limite, rappelons-le, aux *questions relatives aux conflits de lois* – n'exigera en aucune façon une modification des dispositions de droit interne régissant la nature du droit qu'un investisseur a sur des titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte. C'est justement ce champ d'application restreint qui devrait permettre à la Convention proposée d'être adoptée avant la fin de 2001. L'étape suivante consistant à harmoniser les règles de *droit matériel* régissant la nature des droits sur des titres détenus par le truchement d'intermédiaires est un vaste projet qui pourrait être envisagé dans un proche avenir, soit par la CNUDCI soit par UNIDROIT.

L'objectif de ce Rapport était de donner aux délégués qui seront présents à la prochaine réunion des Experts (janvier 2001) relative au droit applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte, quelques informations élémentaires indispensables pour le travail d'analyse devant déterminer s'il semble réaliste, dans le cadre de Conférence de la Haye de préparer et d'adopter dans le cadre d'une « procédure accélérée », une nouvelle Convention sur ces questions, dans la mesure du possible avant la fin de l'année 2001.

En plus de la question principale concernant la détermination de facteurs de rattachement appropriés pour déterminer le droit applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte, les Experts devront étudier de près les questions de la *définition des titres* (champ d'application matériel de la Convention proposée), l'effet des *lois d'application immédiate*, et les facteurs qu'il conviendrait de retenir afin de pouvoir fixer géographiquement le lieu de la situation de l'intermédiaire. La réunion des experts devra en outre se pencher sur la question de savoir si la Convention proposée devrait être *d'application générale* (ce qui est effectivement suggéré par le présent Rapport).

Malgré le nombre de questions qui doivent être abordées, le présent Rapport considère que l'objectif d'adopter une convention avant la fin de l'année 2001 est en effet réalisable. A ce jour, les intervenants sur les marchés financiers ne sont pas en mesure de déterminer facilement et de façon non-équivoque quelle loi s'applique aux aspects du droit patrimonial des actes de disposition relatifs aux droits sur des titres détenus au travers de systèmes de détention indirecte. Les risques qui en résultent sont extrêmement importants dans la mesure où chaque jour des titres détenus dans un système de détention indirecte d'une valeur de plusieurs centaines de milliards de dollars, d'euros ou de yen sont remis à titre de garantie dans le cadre d'opérations impliquant un élément transfrontalier. Le problème semble ainsi être de la plus haute importance pour le marché financier international et doit être résolu dans les plus brefs délais.

[195] Reber, *op. cit.* (note 31), p. 27.
[196] Reber, *op. cit.* (note 31), p. 27.

Rapport Bernasconi

the law chosen by the parties to the transaction, (iii) the law of the lien creditor's habitual residence, (iv) the law of the issuer, or (v), with respect to debt securities, the law governing the debt securities. Such a variety of possible solutions creates great uncertainty as to which law applies to the perfection of a valid interest in securities. The present lack of fully fledged and clear legislation on this issue has been described as a true danger to the smooth functioning of the Swiss securities market.[195] Although the legal provisions of the PILS may be open to interpretations which may lead to the immediate intermediary's jurisdiction as the applicable law, the issue seems to be too important to be left to a vague possibility of a desirable interpretation. In the case of a dispute, there remains uncertainty as to which path a court will take.[196]

CONCLUSIONS

This Report has presented the two basic approaches which in theory might be taken to ascertain the law applicable to the proprietary aspects of a collateral transaction effected through the indirect holding system: the "look-through approach" and the "place of the relevant intermediary approach" or PRIMA. The first approach, which looks to the law of the location of the underlying securities, is highly problematic and would lead to serious practical problems. Under the second approach, where an interest in securities is provided as collateral through a book entry transfer between accounts maintained by an intermediary, the collateral taker would look to the law of that intermediary to determine the validity and priority of the collateral taker's legal entitlement as against third parties. This Report suggests that PRIMA is a sound, practical and fully appropriate answer to the problem under consideration: with respect to most indirect holding systems, the only place at which there exists any evidence of the collateral taker's interest is on the books of its immediate intermediary.

This Report goes further and concludes that PRIMA should apply not only to transactions that involve the taking of collateral but to outright sales of securities that are held through tiers of intermediaries.

PRIMA has already been adopted in a number of cases at both national and regional level. Furthermore, several legislative initiatives currently under consideration will (presumably) also lead to the enactment of PRIMA – a fact which provides a further indication of the merits of the solution envisaged for the proposed Hague Convention. It has to be stressed, though, that a worldwide convention would also be an advantage to those States which already have enacted PRIMA: the more jurisdictions that adopt this approach, the greater the predictability and certainty offered to the increasingly globalised financial market. The adoption of a uniform rule would be in the interests both of countries that already have a sophisticated financial market and of those whose markets are still developing; it would also be to the advantage of all participants in financial markets, whether lenders or borrowers.

The proposed Convention – confined as it will be to *conflict of laws issues* – will not in any way require changes to be made to domestic law as regards the nature of the interest an investor holds in securities held through indirect holding systems. It is precisely its limited scope that should allow for the proposed Convention to be adopted before the end of 2001. The further step of harmonising the *substantive* law relating to the nature of interests in respect of securities held through intermediaries is a major undertaking that may be considered by UNCITRAL or UNIDROIT in the near future.

The aim of this Report has been to give the delegates who will attend the forthcoming Experts meeting (January 2001) on the law applicable to dispositions of securities held through indirect holding systems, some basic information indispensable to the task of examining whether it is feasible for the Hague Conference to prepare and adopt, through a "fast-track" procedure, a new Convention on this issue, if possible before the end of 2001.

In addition to the principal question of determining the appropriate connecting factor to determine the law that should govern dispositions of securities held in indirect holding systems, the Experts may wish to examine closely the *definition of securities* (material scope of the proposed Convention), the impact of *mandatory rules* (*lois d'application immédiate*), and the factors to be adopted to *locate geographically* the place of the relevant intermediary. Furthermore, the Experts meeting will have to discuss whether the proposed Convention should be *generally applicable* (as it is indeed suggested in this Report).

Despite the number of questions that need to be addressed, this Report suggests that the goal of adopting a convention before the end of 2001 is indeed *feasible*. As of today, financial market participants are not in a position to ascertain readily and unequivocally which law will govern the proprietary aspects of dispositions of interests in respect of securities held through indirect holding systems. The exposures involved are extremely large, as each day indirectly held securities worth hundreds of billions of dollars, euros and yen are provided as collateral under arrangements involving a cross-border element. The problem thus appears to be extremely important for the international financial markets and urgently needs to be addressed.

[195] Reber, *op. cit.* (note 31), p. 27.
[196] Reber, *op. cit.* (note 31), p. 27.

LISTE DES EXPERTS AYANT FAIT DES COMMENTAIRES SUR DES VERSIONS PRÉCÉDENTES DE CE RAPPORT :
LIST OF EXPERTS HAVING MADE COMMENTS ON PREVIOUS DRAFTS OF THIS REPORT:

Nom / Name	**Organisation / Firm**
Afrell, Lars	Swedish Ministry of finance Drottninggatan 21 10333 Stockholm Sweden
Almeida Prado, Fernando	Pinheiro Neto Rua Boa Vista, 254 01014-907 São Paulo-SP Brazil
Bazinas, Spiros	UNCITRAL Secretariat PO BOX 500 Vienna International Centre 1400 Vienna Austria
Benjamin, Joanna	Clifford Chance 200 Aldersgate Street London, EC1A 4JJ England
Brandman, Lawrence	Goldman, Sachs & Co. One New York Plaza New York, NY 10004 United States of America
Crawford, Bradley	McCarthy Tétrault Toronto Dominion Bank Tower Toronto, Ontario Canada M5K 1E6
Curran, Lisa	Brosio, Casati E Associati Via Bertoloni 3/d 00197 Rome Italy
Danusso, Massimiliano	Brosio, Casati E Associati Via Bertoloni 3/d 00197 Rome Italy
Devos, Diego	Euroclear Operations Centre 1, Boulevard du Roi Albert II 1210 Brussels Belgium
Dupont, Philippe	Arendt & Medernach 8-10, Rue Mathias Hardt BP 39 L-2010 Luxembourg Luxembourg
van Eps, Randolph	Promes Trenité Van Doorne Julianaplein 22 PO Box 504 Curaçao Netherlands Antilles
Epstein, Patricia	Morgan Stanley Dean Witter 1221 Avenue of the Americas New York, NY 10020 United States of America
Evans, Rachel	HM Treasury Parliament Street London, SW1P 3AG England
Garcimartín, Francisco	Autonomous University of Madrid Private International Law Department Madrid 28049 Spain
Girsberger, Daniel	Wenger Vieli Belser Postfach 8034 Zürich Switzerland
Goode, Sir Roy	St. John's College Oxford University Oxford, OX1 3JP England
Granoux, Jean	Crédit Agricole 91, Boulevard Pasteur 75015 Paris France
Guynn, Randall	Davis Polk & Wardwell 450 Lexington Avenue New York, NY 10017 United States of America
Hansen, Joyce	Federal Reserve Bank of New York Legal Department 33 Liberty Street New York, NY 10045-0001 United States of America
Kanda, Hideki	University of Tokyo Faculty of Law 7-3-1 Hongo Bunkyo-ku Tokyo 113-0033 Japan
Känzig, David	Thouvenin, Stutzer, Eggimann & Partner Limmatquai 4 8024 Zürich Switzerland
Keat, Alan	Travers Smith Braithwaite 10 Snow Hill London, EC1A 2AL England
Kortright, Richard	Davis Polk & Wardwell 450 Lexington Avenue New York, NY 10017 United States of America
Löber, Klaus	European Central Bank Kaiserstraße 29 60311 Frankfurt am Main Germany
Maffei, Antoine	De Pardieu Brocas Maffei & Leygonie 64-66, Avenue d'Iéna 75116 Paris France
Meredith, Bronwyn	The Australian Treasury Parkes Place Parkes, ACT 2600 Australia

Rapport Bernasconi

Nom / Name	Organisation / Firm
Nizard, Frédéric	BNP Paribas 3, Rue D'Antin 75078 Paris France
Nygh, Peter	7/17 Holbrook Avenue Kirribilli, NSW 2061 Australia
Pare, Max	Ontario Securities Commission 20 Queen Street West Box 55 Tronto, Ontario Canada M5H 3S8
Perezalonso Eguia, Pablo	Ritch, Heather and Mueller Ambores No. 5 Col. Juárez 06600 Mexico, D.F. Mexico
Rank, Willem	Nauta Dutilh Prinses Irenestraat 59 1077 WV Amsterdam Netherlands
Reitz, Curtis	University of Pennsylvania School of Law 3400 Chestnut Street Philadelphia, PA 19104 United States of America
Rogers, James	Boston College School of Law 885 Centre Street Newton, MA 02459 United States of America
Sedolin, Mikael	Swedish Ministry of Finance Drottninggatan 21 10333 Stockholm Sweden
Smith, Richard	Davis Polk & Wardwell 450 Lexington Avenue New York, NY 10017 United States of America
Sommer, Joseph	Federal Reserve Bank of New York 33 Liberty Street New York, NY 10045 United States of America
Spink, Eric	Alberta Securities Commission 300 5th Avenue South West Calgary, Alberta Canada 32P C34
Struycken, Teun	Nijmegen Law School Posbus 9049 6500 KK Nijmegen The Netherlands
Tarn, Peter	Harney Westwood & Riegels Craigmuir Chambers PO Box 71 Road Town Tortola British Virgin Islands
Themudo Lessa, Tiago	Pinheiro Neto Rua Boa Vista, 254 01014-907 São Paulo-SP Brazil
De Vauplane, Hubert	BNP Paribas 3, Rue D'Antin 75078 Paris France
Vogt, Nedim Peter	Bär & Karrer Seefeldstrasse 19 8024 Zürich Switzerland
Wiener, Jack	The Depository Trust Company 55 Water Street New York, NY 10041 United States of America
Woods, William	The Bermuda Stock Exchange PO Box HM 1369 Church Street Hamilton HMFX Bermuda

LISTE DES PAYS AYANT PASSÉS EN REVUE LE QUESTIONNAIRE

Afrique du Sud
Allemagne
Australie
Autriche*
Belgique
Brésil*
Canada (Ontario)
Canada (Québec)
Corée
Danemark
Espagne*
Finlande
France
Grèce
Hong Kong*
Irlande**
Italie*
Japon
Luxembourg*
Malte
Mexique*
Les Pays-Bas
Portugal
Royaume-Uni
Singapour
Suède
Suisse
USA (New York)

LIST OF JURISDICTIONS SURVEYED BY THE QUESTIONNAIRE

Australia
Austria*
Belgium
Brazil*
Canada (Ontario)
Canada (Quebec)
Denmark
England
Finland
France
Germany
Greece
Hong Kong*
Ireland**
Italy*
Japan
Korea
Luxembourg*
Malta
Mexico*
The Netherlands
Portugal
Singapore
South Africa
Spain*
Sweden
Switzerland
USA (New York)

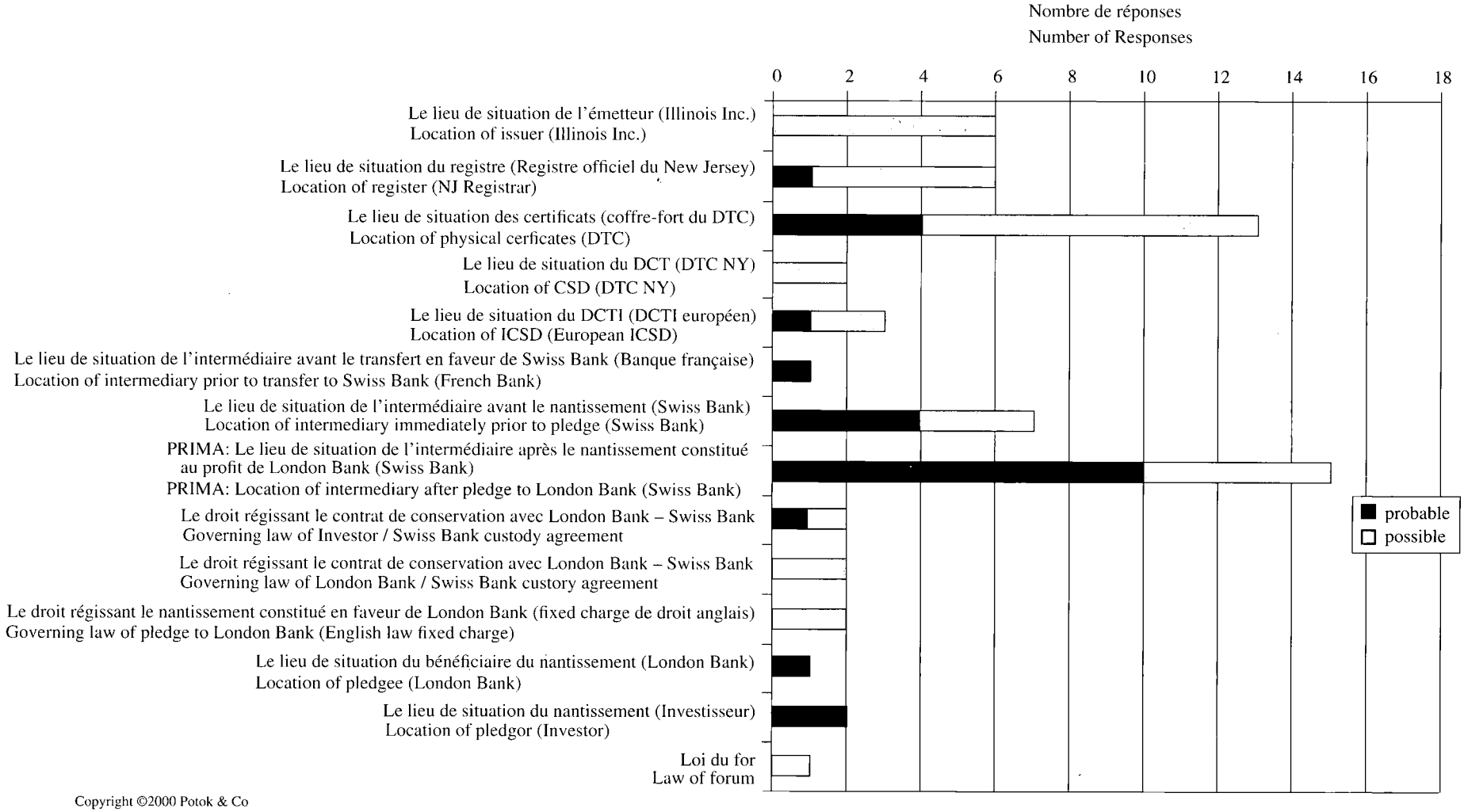
* La loi applicable désignée par ces Etats comprend les règles étrangères de conflits de lois. Toutefois, certains de ces Etats n'accepteraient pas un *renvoi* vers la loi d'un Etat tiers (*renvoi au deuxième degré*).
** En Irlande, il n'a pu être déterminé si les tribunaux prennent aussi en compte les règles étrangères de conflit de lois.

* The applicable law designated by these jurisdictions includes foreign conflicts of laws rules. Some of these jurisdictions, however, would not accept a remission to the law of a third State (*renvoi au deuxième degré*).
** In Ireland, it is unclear whether the courts would also look to the foreign conflict of laws rules.

Bernasconi Report

Nantissement d'action d'Illinois Inc.—Opposabilité
Pledge of Illinois Inc. Shares—Perfection

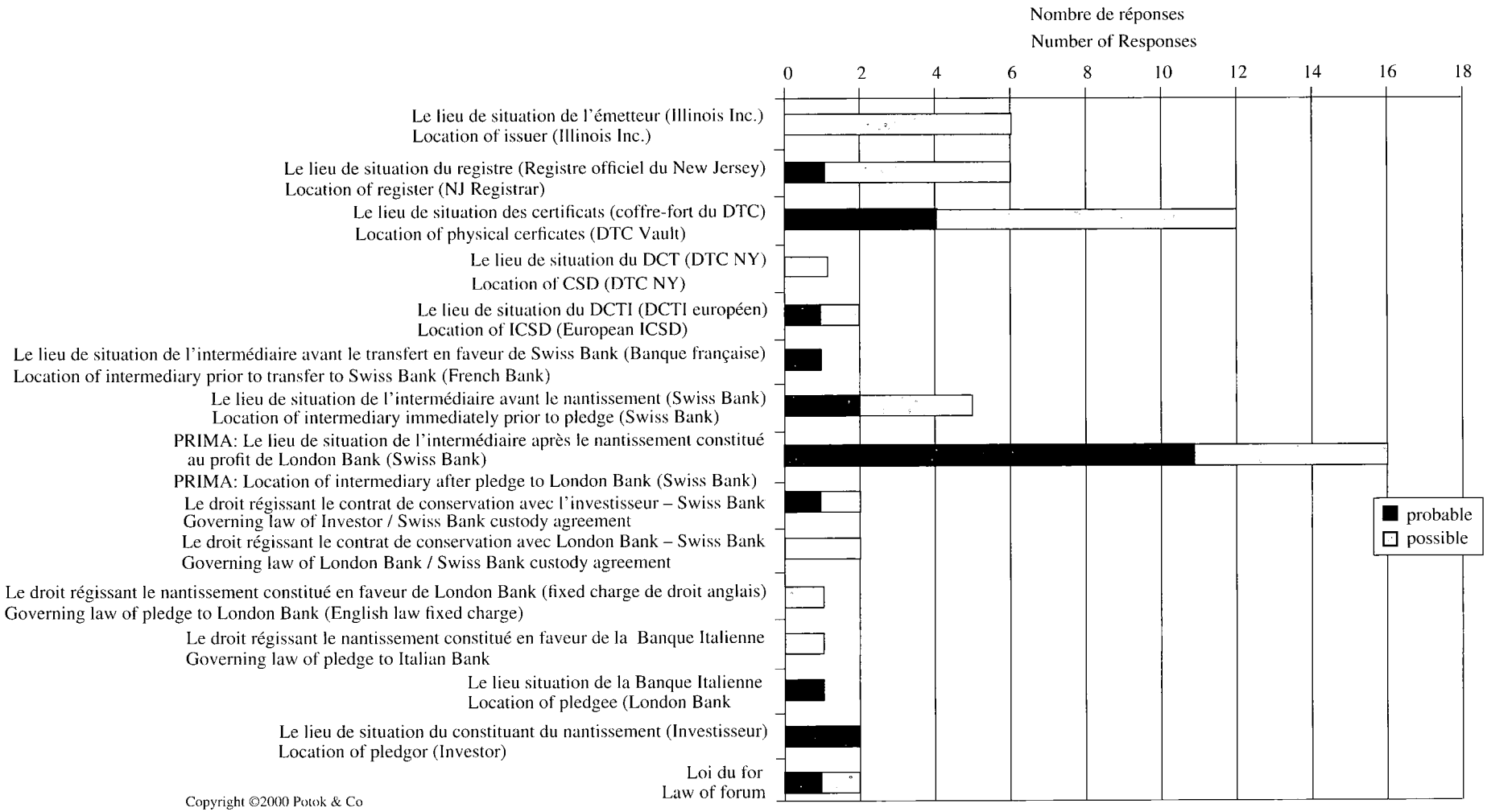
Schéma 1
Figure 1



Copyright ©2000 Potok & Co

Nantissement d'actions d'Illinois Inc.—Rang des créanciers
Pledge of Illinois Inc. Shares—Priorities

Schéma 2
Figure 2



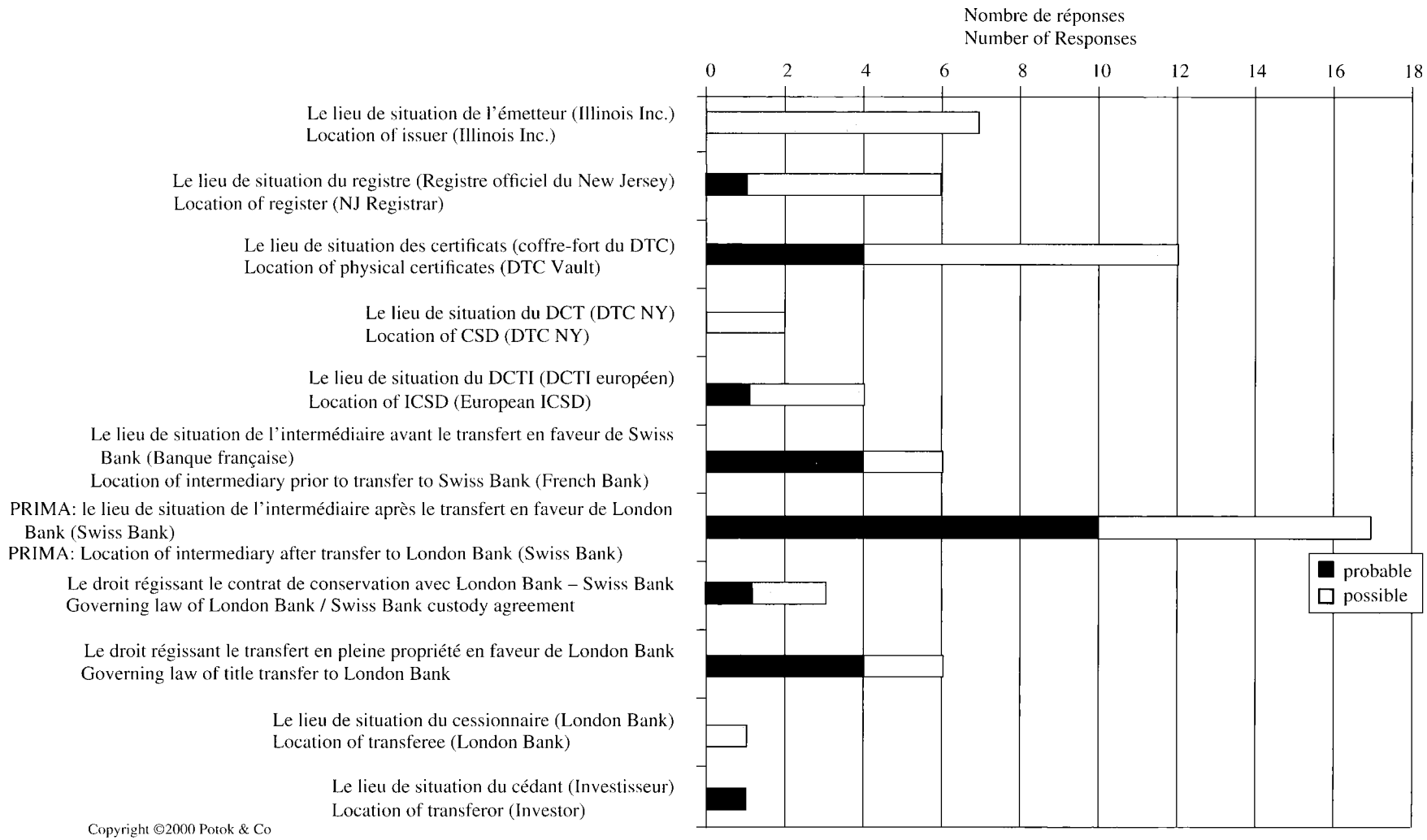
Copyright ©2000 Potok & Co

Rapport Bernasconi

Bernasconi Report

Transfert en plaine propriété d'actions d'Illinois Inc.—Caractère définitif
Title Transfer of Illinois Inc. Shares—Completion

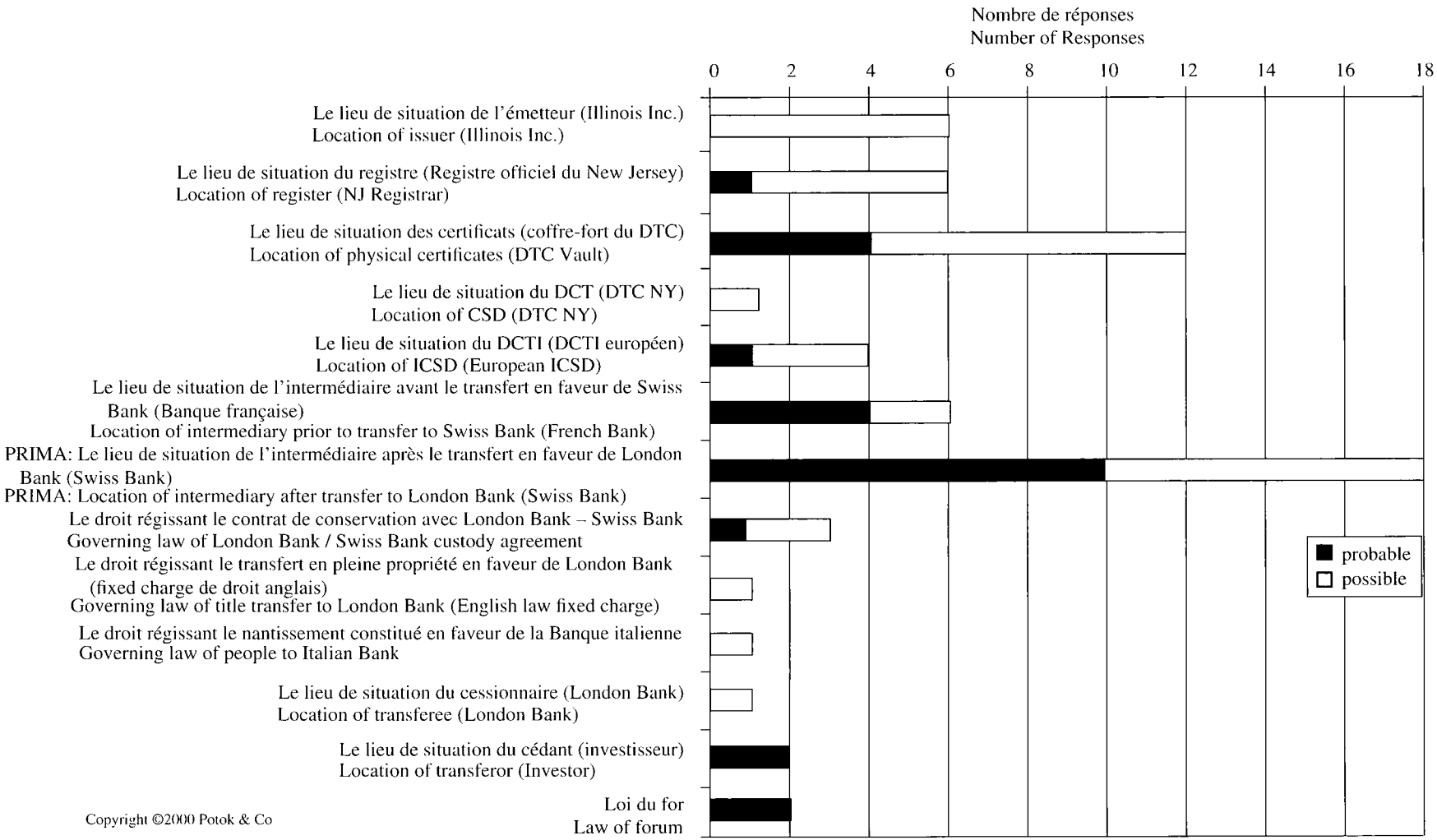
Schéma 3
Figure 3



Copyright ©2000 Potok & Co

Transfert en plaine propriété d'actions d'Illinois Inc.—Rang de créanciers
Title Transfer of Illinois Inc.—Priorities

Schéma 4
Figure 4

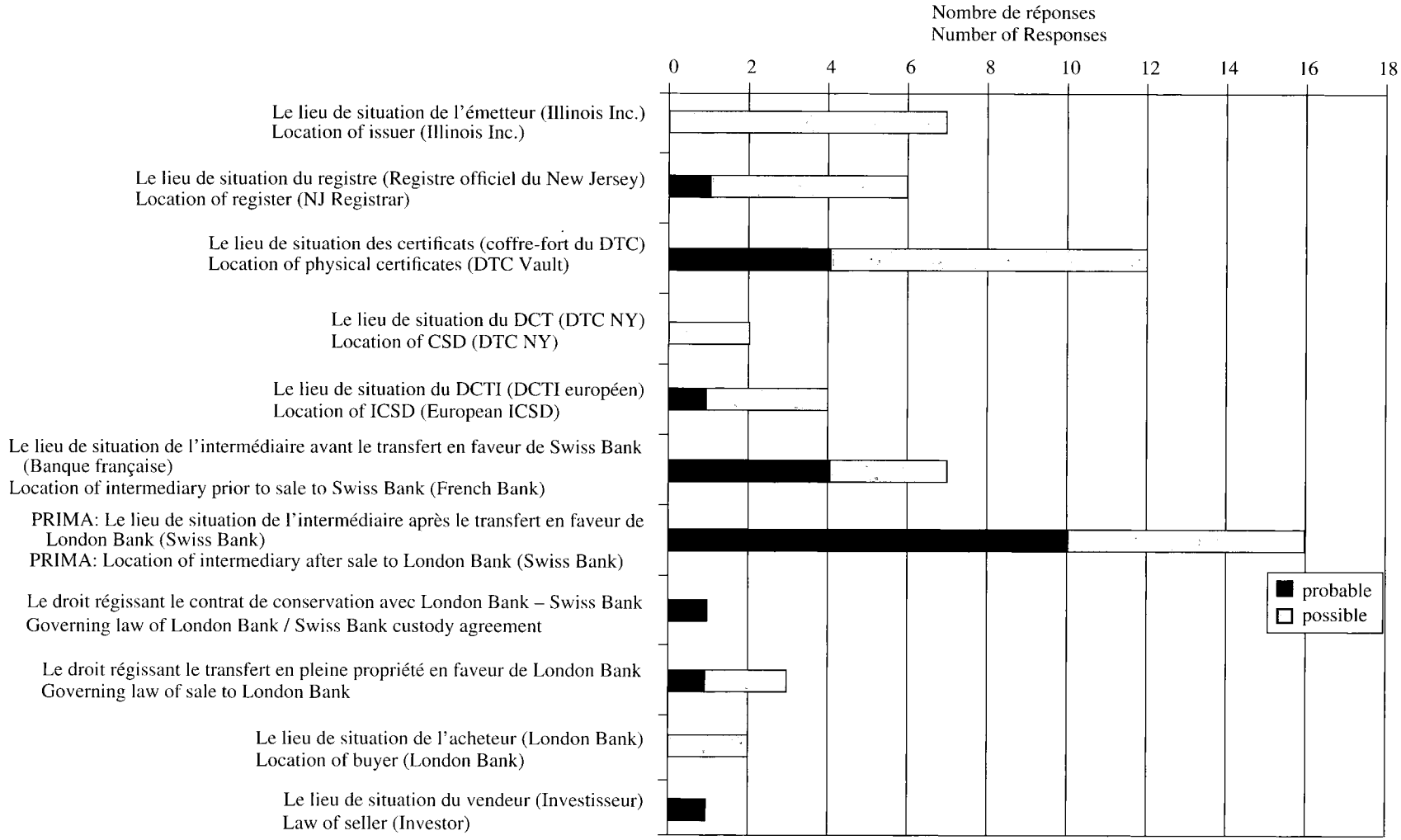


Copyright ©2000 Potok & Co

Bernasconi Report

Vente—Caractère parfait
Sale of Illinois Inc. Shares—Completion

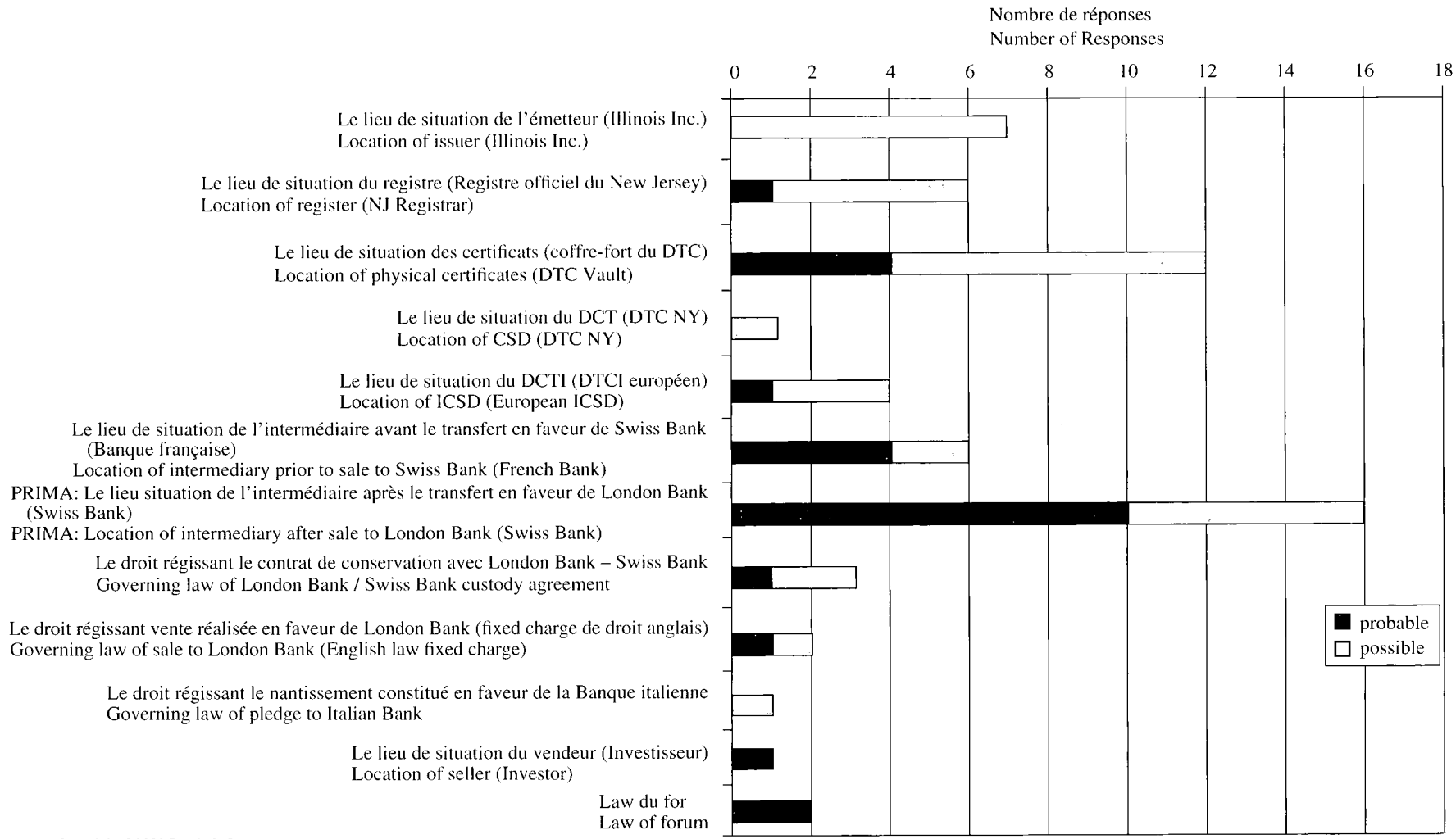
Schéma 5
Figure 5



Copyright ©2000 Potok & Co

Vente—Rang des créanciers
Sale of Illinois Inc. Shares—Priorities

Schéma 6
Figure 6



Copyright ©2000 Potok & Co

Rapport sur la réunion du Groupe de travail d'experts (15 au 19 janvier 2001) et les travaux informels menés par le Bureau Permanent sur la loi applicable aux dispositions de titres détenus auprès d'un intermédiaire

ÉTABLI PAR LE BUREAU PERMANENT

Document préliminaire No 2 de juin 2001

Table des matières

INTRODUCTION 86

A. Mandat, représentation et présidence 86

B. Présentation générale du sujet – un aperçu 86

C. Conclusions de la réunion 88

D. Travaux informels préparatoires et consécutifs à la réunion 88

BREF COMMENTAIRE SUR LE TEXTE PRÉLIMINAIRE ÉLABORÉ LORS DE LA RÉUNION DE JANVIER EN VUE D'UN PROJET DE CONVENTION ET RÉSULTATS DES TRAVAUX INFORMELS EFFECTUÉS AVANT ET APRÈS LA RÉUNION DE JANVIER 88

Article 1 : Champ d'application de la Convention 88

A. Champ d'application matériel (alinéa 1) 90

(a) Matières couvertes 90

(b) Matières non couvertes 90

B. Champ d'application géographique (alinéa 2) 92

Article 2 : Interprétation 92

A. Définition de « titres » 92

(a) Les travaux préparatoires 92

(b) La réunion de janvier 94

B. Définition d'« intermédiaire teneur de compte » 96

C. Définitions du « compte de titres », du « droit dérivé du compte » et du « titulaire de compte » 96

(a) « compte de titres » 96

(b) « droit dérivé du compte » 96

(c) « titulaire de compte » 98

D. « Transfert » 98

E. « Nantissement » 98

F. « Opposabilité » 98

G. « Administrateur de l'insolvabilité » et « procédure d'insolvabilité » 98

H. Article 2, alinéa 2 98

I. Article 2, alinéa 3 100

Article 3 : Détermination de la loi applicable 100

A. Remarques générales 100

B. Situation impliquant plusieurs intermédiaires 100

Article 4 : Détermination du lieu de situation de l'intermédiaire teneur de compte pertinent 102

A. Les principes approuvés 102

(a) « Lieu de l'intermédiaire teneur de compte pertinent » = « lieu où est tenu le compte de titres 102

(b) Prévisibilité 102

B. Le compromis de la réunion de janvier 104

C. Le projet de texte soumis par le Bureau Permanent, l'Expert juridique auprès du Bureau Permanent et le Président du groupe de rédaction de février 2001 104

D. Les discussions informelles menées à la suite de la réunion de janvier (le projet de mars 2001) 106

(a) Prévisibilité 106

(b) Le respect du principe de la *lex rei sitae* 106

(i) Surveillance réglementaire 106

(ii) Le critère comptable 106

(iii) Les besoins d'information interne et externe 108

E. La solution de repli prévue à l'alinéa 3 108

(a) Évaluation de critères objectifs (« balancing test ») 108

(b) Règles résiduelles fondées sur un seul facteur, en particulier le « lieu de constitution » 108

F. La « liste noire » dans le projet de mars 2001 110

Article 5 : Domaine de la loi applicable 110

Article 6 : Faillite 112

A. Respect d'un droit opposable (alinéa 1) 112

B. Les réserves (alinéa 2) 114

(a) Le Projet de Convention d'UNIDROIT relative aux garanties internationales portant sur des matériels d'équipements mobiles 114

(b) Le Règlement de l'Union européenne relatif aux procédures d'insolvabilité 114

Article 7 : Applicabilité générale de la Convention 116

Article 8 : Exclusion du renvoi 116

Article 9 : Lois d'application immédiate 116

Report on the meeting of the Working Group of Experts (15 to 19 January 2001) and Related Informal Work Conducted by the Permanent Bureau on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held with an Intermediary

PREPARED BY THE PERMANENT BUREAU

Preliminary Document No 2 of June 2001

Table of Contents

INTRODUCTION 87

A. Terms of reference, representation and chairmanship 87
B. General presentation of the project – an overview 87
C. Results of the meeting 89
D. Prior and subsequent informal work 89

BRIEF COMMENTARY ON THE TENTATIVE TEXT FOR A DRAFT CONVENTION PREPARED AT THE MEETING AND RESULTS OF THE INFORMAL WORK CONDUCTED PRIOR TO AND AFTER THE MEETING 89

Article 1: Scope of the Convention 89

A. Substantive scope (paragraph 1) 91
(a) Matters covered 91
(b) Matters not covered 91
B. Geographic scope (paragraph 2) 93

Article 2: Interpretation 93

A. Definition of "securities" 93
(a) The discussions prior to the January meeting 93
(b) The January meeting 95
B. Definition of "securities intermediary" 97
C. Definition of "securities account", "account right" and "account holder" 97
(a) "securities account" 97
(b) "account right" 97
(c) "account holder" 99
D. "Disposition" 99
E. "Pledge" 99
F. "Perfection" 99
G. "Insolvency proceedings" and "insolvency administrator" 99
H. Article 2, paragraph 2 99
I. Article 2, paragraph 3 101

Article 3: Determination of the Applicable Law 101

A. General comments 101
B. Fact pattern involving several intermediaries 101

Article 4: Determination of the Place of the Relevant Securities Intermediary 103

A. The principles agreed upon 103
(a) "Place of the relevant intermediary" = "place where the securities account is maintained" 103
(b) *Ex ante* certainty 103
B. The compromise reached at the January meeting 105
C. Draft of the Permanent Bureau, Legal Expert to the Permanent Bureau and the Chair of the drafting group of February 2001 105
D. The informal discussions after the January meeting (the March 2001 draft) 107
(a) *Ex ante* certainty 107
(b) Respect of the *lex rei sitae* principle 107
(i) Regulatory supervision 107
(ii) Accounting regime 107
(iii) Internal or external reporting 109
E. The fall-back test in paragraph 3 109
(a) Balancing test 109
(b) Single factor fall-back tests, in particular the "legally established" test 109
F. The "black list" in the March 2001 draft 111

Article 5: Scope of the Applicable Law 111

Article 6: Insolvency 113

A. Respect of validly perfected interests (paragraph 1) 113
B. The qualifications (paragraph 2) 115
(a) Draft UNIDROIT Convention on International Interests in Mobile Equipment 115
(b) The European Insolvency Regulation 115

Article 7: General Applicability 117

Article 8: Exclusion of renvoi 117

Article 9: International Mandatory Rules 117

A. Lois d'application immédiate du for 116
B. Règles d'application immédiate d'un Etat tiers 118

Article 10 : L'Ordre public 118

Article 11 : États comprenant plusieurs systèmes de droit 120

CONCLUSIONS 120

ANNEXE A 122

ANNEXE B 126

ANNEXE C 130

ANNEXE D 134

A. Mandatory rules of the *forum* 117
B. Mandatory rules of third States 119

Article 10: Public Policy 119

Article 11: States with more than one legal system 121

CONCLUSIONS 121

APPENDIX A 122

APPENDIX B 127

APPENDIX C 131

APPENDIX D 135

A. *Mandat, représentation et présidence*[1]

Conformément à une recommandation faite par la Commission spéciale de mai 2000 sur les affaires générales et la politique de la Conférence de La Haye de droit international privé, le Secrétaire général a convié un Groupe de travail d'experts en vue d'examiner la possibilité de préparer et d'adopter, dans le cadre d'une procédure accélérée, un nouvel instrument portant sur la *loi applicable aux aspects réels d'une disposition de titres détenus auprès d'un intermédiaire*[2].

Ce Groupe de travail s'est réuni du 15 au 19 janvier 2001 à La Haye au Palais de la Paix. 119 experts de 29 Etats membres de la Conférence et de 17 organisations internationales ont pris part à la réunion[3].

Le Groupe de travail a été ouvert par M. Teun Struycken, Président de la Commission d'Etat néerlandaise de droit international privé. Sur sa proposition, Madame Kathryn Sabo (Canada), a été élue à l'unanimité Présidente du Groupe de travail. Au cours de la réunion, un groupe de rédaction a été établi. Sur une proposition de la présidence, Sir Roy Goode (Royaume-Uni) a été élu à l'unanimité Président de ce groupe de rédaction. Le Bureau Permanent a accompli le rôle de Rapporteur.

B. *Présentation générale du sujet – un aperçu*[4]

La règle traditionnelle de conflit de lois pour déterminer les aspects réels d'un transfert en pleine propriété ou d'un nantissement de titres est celle de la *lex rei sitae* (aussi désignée sous le nom de *lex cartae sitae* ou de *lex situs*). En vertu de ce principe, la validité de la disposition des titres est déterminée par la loi du lieu où se situent les titres. Bien que simple d'application en matière de titres au porteur ou de titres détenus de manière directe, ce principe soulève des interrogations dans le cadre d'un système de détention indirecte, c'est-à-dire lorsque des titres sont détenus par un ou plusieurs intermédiaires. Historiquement, beaucoup de systèmes juridiques ont essayé d'appliquer cette règle traditionnelle à des titres détenus par des intermédiaires en adoptant « l'approche de la transparence » *(look through approach)*, c'est-à-dire en considérant chaque intermédiaire comme « transparent » et en déterminant la loi applicable en fonction du lieu de situation de l'émetteur, du registre de l'émetteur ou du lieu de situation des certificats représentant un titre. Toutefois, de sérieuses difficultés de nature structurelle, juridique ou pratique peuvent surgir en tentant d'appliquer ce principe au système moderne de détention indirecte.

Lorsque, comme cela est souvent le cas, un portefeuille diversifié de titres émis dans divers pays est donné en sûreté, le bénéficiaire de la sûreté doit satisfaire aux conditions imposées par la loi de l'Etat de chaque émetteur, registre et / ou conservateur des titres. De plus, dans plusieurs systèmes juridiques, le résultat de l'application du principe de la transparence est incertain – ce principe conduit-il à l'application de la loi du lieu de situation de l'émetteur, du lieu du registre ou du lieu des certificats représentant les titres ? Enfin, même si le bénéficiaire de la sûreté est en mesure, sur un plan théorique, de déterminer la loi applicable, il est souvent impossible d'obtenir l'information nécessaire pour déterminer concrètement quelle est la loi applicable. Ainsi, lorsque les titres sont détenus par plusieurs intermédiaires, le bénéficiaire de la sûreté se trouvera souvent dans l'impossibilité de déterminer où le dépositaire national central de titres conserve les certificats. Il se peut également que le bénéficiaire de la sûreté ne soit pas en mesure de déterminer une seule loi applicable, même s'il a accès à l'information, lorsque les certificats d'une seule émission sont en réalité détenus dans plusieurs Etats. Pour ces motifs, plusieurs experts considèrent que l'approche de la transparence ne conduit pas à la certitude requise et n'est pas adaptée au contexte moderne.

Une autre approche consiste à appliquer la loi du lieu de l'intermédiaire qui tient le compte au crédit duquel sont inscrits les titres (« le lieu de l'intermédiaire pertinent » ou « PRIMA »). Le principal avantage de PRIMA est que la question de savoir si le bénéficiaire de la sûreté obtient un droit opposable aux tiers est soumise à une seule loi même si un portefeuille diversifié de titres émis dans plusieurs Etats est donné en sûreté. De plus, le principe PRIMA peut être considéré comme un développement de la règle de la *lex rei sitae*. En effet, le droit d'un bénéficiaire d'une sûreté portant sur des titres inscrits au crédit d'un compte se trouve au lieu de situation de ce compte (de plus, il s'agit vraisemblablement du seul lieu où le bénéficiaire économique des titres est inscrit)[5].

[1] Compte tenu du caractère très technique de la matière, le Bureau Permanent s'est assuré l'aide de conseils externes et a demandé à M. Richard Potok (de Potok & Co) d'agir en qualité d'Expert juridique auprès du Bureau Permanent pour la préparation et la réalisation de ce projet. Le Bureau Permanent remercie M. Potok pour sa précieuse collaboration dans la préparation du présent Rapport.

[2] Dans ses termes précis, la recommandation suggère que le sujet suivant soit inscrit, en priorité, à l'ordre du jour des travaux futurs de la Conférence : « les conflits de lois en matière de sûretés sur des titres détenus par des intermédiaires, étant entendu que, sans attendre la conférence diplomatique, un Groupe de travail ouvert à tous les Etats membres et aux experts et associations spécialisés dans ce domaine, puisse être réuni afin d'examiner, en coopération avec d'autres organisations internationales, telles que la CNUDCI et UNIDROIT, et le secteur privé, la faisabilité d'établir un nouvel instrument en la matière. » Voir les « Conclusions de la Commission spéciale de mai 2000 sur les affaires générales et la politique de la conférence », préparées par le Bureau Permanent, Document préliminaire No 10, juin 2000, à l'intention de la Dix-neuvième session, pages 25-26 et 27. Ces conclusions figurent sur le site Internet de la Conférence de La Haye (< http://www.hcch.net >) sous la rubrique *Travaux en cours*. Il est à noter que dans sa version anglaise, cette recommandation renvoie aux « conflit de lois en matière de sûreté sur titres ». Cette référence est à la fois trop large et trop étroite : premièrement, elle est trop large dans la mesure où elle suggère que la Convention proposée s'applique également aux *systèmes de détention directe*, alors que le projet a toujours été conçu comme étant limité aux titres détenus de manière indirecte; deuxièmement, la référence paraît trop étroite puisqu'elle suggère de façon inappropriée que la Convention proposée ne s'applique qu'aux seules opérations de sûreté et non à la *vente* de titres (pour plus de détail, voir les commentaires à l'art. 1).

[3] Une liste complète des participants est reproduite en annexe à ce rapport (Annexe A).

[4] Pour une présentation et analyse complète des questions juridiques liées à ce projet, voir « La loi applicable aux actes de dispositions de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte », Rapport établi par Christophe Bernasconi, Document préliminaire No 1 de novembre 2000 à l'intention du Groupe de travail de janvier 2001 (ci-dessus désigné comme Document préliminaire No 1 ou Doc. prél. No 1). Ce Rapport a servi de document de base pour les travaux de la réunion de janvier.

[5] Voir aussi les commentaires à l'art. 3, ci-dessous, p. 100 – PRIMA a déjà été consacré dans plusieurs actes législatifs en Belgique, au Luxembourg, en France, en Allemagne ainsi qu'aux Etats-Unis (voir Doc. prél. No 1, p. 60-62. Pour l'Allemagne, voir les références dans le Doc. prél. No 1, note 75). Le principe est actuellement à l'étude dans plusieurs autres juridictions (notamment en Australie, au Canada, au Japon, aux Bermudes, aux Îles Vierges Britanniques ainsi qu'aux Antilles Néerlandaises ; voir Doc. Prél. No 1, p. 62-64). Au niveau régional, la Directive européenne concernant le caractère définitif du règlement de 1998 (Directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, *JOCE* 1998, L 166/45) a adopté PRIMA pour l'ensemble des Etats membres de l'Union européenne, bien que la transposition en droit national ne soit pas uniforme dans l'ensemble de ces Etats. Dans un certain nombre d'Etats membres, PRIMA a été adopté uniquement pour les banques centrales, la Banque Centrale européenne et certains établissements participant aux systèmes nommément désignés en qualité de bénéficiaire de sûretés, alors que dans d'autres Etats membres, la transposition de la Directive s'est faite de manière plus générale en vue d'étendre la protection aux intervenants sur les marchés financiers (pour plus de détails, voir IBA/CMF Bulletin n°2, octobre 1999). Dans le cadre du projet

A. *Terms of reference, representation and chairmanship*[1]

Pursuant to a Recommendation made by the Special Commission of May 2000 on General Affairs and Policy of the Hague Conference on Private International Law, the Secretary General convened a Working Group of experts to examine the possibility of preparing and adopting, through a "fast track" procedure, a new instrument on the question of *the law applicable to the proprietary aspects of dispositions of securities held with an intermediary*.[2]

This Working Group met from 15-19 January 2001 in The Hague at the Peace Palace. The meeting was attended by 119 experts from 29 different Member States and 17 international organisations.[3]

The Working Group meeting was opened by Mr Teun Struycken, Chairman of the Netherlands Standing Government Committee for the Codification of Private International Law. He proposed as Chair Mrs Kathryn Sabo (Canada), who was subsequently elected unanimously by the Working Group. During the course of the meeting, a drafting group was established. Following a proposal from the Chair, Sir Roy Goode (United Kingdom) was unanimously elected Chairman of the drafting group. The Permanent Bureau acted as Reporter.

B. *General presentation of the project – an overview*[4]

The traditional conflict of laws rule for determining the proprietary aspects of a transfer or pledge of securities is based on the *lex rei sitae* principle (also referred to as the *lex cartae sitae* or the *lex situs* principle). Under this principle, the validity of the disposition is determined by the law of the place where the securities are located. Although easy to apply in the case of bearer securities or directly held securities, this test does not fit well with an indirect holding pattern, *i.e.*, where securities are held through one or more intermediaries. Historically, many jurisdictions have attempted to apply this traditional test to indirectly held securities by "looking through" the tiers of intermediaries to the laws of one or more of the following: the jurisdiction of incorporation of the issuer, the location of the issuer's register or the location of the actual underlying securities certificates (the "look-through" approach). However, there are severe conceptual, legal and practical difficulties potentially arising from the application of this approach in the modern context of indirect holding patterns for securities.

Where – as is often the case – a diversified portfolio of securities is provided as collateral, the collateral taker would have to satisfy the laws of the jurisdiction of each issuer, register and / or physical custodian of the securities. In addition, in many jurisdictions it is uncertain exactly what the legal rule is when applying the look-through approach – is it the law of the place of the issuer, the place of the register or the place of the underlying securities? Finally, even if the collateral taker did know the relevant test, often it is not possible to obtain the necessary information to ascertain how to apply the test. For example, a holding through various tiers of intermediaries may not enable the collateral taker to discover where the national central securities depositary actually stores the certificates, if any exist. In some circumstances, the collateral taker may not be able to point to a single jurisdiction, even if it had access to information, where the underlying certificates of a single issue are kept in more than one jurisdiction. For these reasons, the look-through approach is considered by many neither to provide the necessary certainty, nor to be practicable in the modern context.

An alternative approach is to look to the law of the location of the intermediary maintaining the account to which the securities are credited (the "place of the relevant intermediary approach" or "PRIMA"). The major advantage of PRIMA is that the question of whether the collateral taker receives a perfected interest will be governed by the law of one jurisdiction even where a portfolio of securities of issuers from different countries is involved. Furthermore, the application of PRIMA can be seen as an appropriate extension of the *lex rei sitae* principle – the location of the collateral taker's interest in securities credited to a securities account is (and the beneficial ownership of the securities themselves is most likely only recorded) where the securities account is located.[5]

[1] Given the very specialised nature of the subject matter, the Permanent Bureau sought external advice and asked Mr Richard Potok (of Potok & Co) to act as Legal Expert and to assist the Permanent Bureau to prepare and carry out this project. The Permanent Bureau acknowledges the valuable contribution of Mr Potok in preparing this Report.

[2] In its full terms, the Recommendation suggests that the following item be included, with priority, in the Conference's Agenda for future work: "the question of the law applicable to the taking of securities as collateral, it being understood that, without waiting for the Diplomatic Conference, a working group open to all Member States, to experts and associations specialised in the field, should convene to examine, in collaboration with other international organisations, notably UNCITRAL and UNIDROIT, and the private sector, the feasibility of drawing up a new instrument on this topic." See the "Conclusions of the Special Commission of May 2000 on General Affairs and Policy of the Conference", prepared by the Permanent Bureau, Prel. Doc. No 10 of June 2000, for the attention of the Nineteenth Session, pp. 25-26 and 27; these Conclusions are available on the website of the Hague Conference (< http://www.hcch.net >) under the heading "Work in progress". One may add that the reference to "the law applicable to the *taking of securities as collateral*" is both too broad and too narrow: first, too broad as it might suggest that the proposed Convention extends to *direct* holdings although the project has always been conceived as being limited to *indirectly* held securities; secondly, too narrow as it incorrectly suggests that the proposed Convention may only apply to pledges and title transfer arrangements and not to outright *sales* of securities (for more details, see comments under Art. 1).

[3] A full list of participants is attached to the present Report (Appendix A).

[4] For a full presentation and analysis of the legal issues involved, see "The Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems", Report prepared by Christophe Bernasconi, Prel. Doc. No 1 of November 2000 for the attention of the Working Group of January 2001 (hereinafter referred to as "Preliminary Document No 1" or "Prel. Doc. No 1"). That Report served as the basic working document at the January meeting and is available on the website of the Hague Conference.

[5] See also the comments on Art. 3, *infra*, p. 101. – PRIMA has already been statutorily adopted in Belgium, Luxembourg, France, Germany and the United States (see Prel. Doc. No 1, pp. 61-63; for Germany, see the references in Prel. Doc. No 1, footnote 75). It is presently also being considered for enactment in a number of other jurisdictions (including, at least, Australia, Canada, Japan, Bermuda, the British Virgin Islands and the Netherlands Antilles; see Prel. Doc. No 1, pp. 63-65). At a regional level, the EU Settlement Finality Directive of 1998 (Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems, *OJEC* 1998, L 166/45; referred to as the EU Settlement Finality Directive) has adopted PRIMA in all EU Member States, although implementation has not been entirely uniform. In some Member States, PRIMA has been adopted only in relation to central banks, the European Central Bank and certain settlement system participants as collateral takers, while in others it has been adopted more broadly to protect commercial counterparties as well (for more details, see IBA/CMF Bulletin No 2 of October 1999). Under the proposed Directive

C. *Conclusions de la réunion*

D'emblée, il doit être souligné que les experts ont unanimement conclu que ***la Conférence de La Haye non seulement était en mesure mais qu'elle devrait effectivement élaborer, dans le cadre d'une procédure accélérée, une Convention sur la loi régissant certains aspects réels des opérations sur titres détenus auprès d'intermédiaires.***

Cela étant dit, le Groupe de travail est allé au-delà d'un simple examen de la possibilité de réaliser un tel projet et, après avoir eu la possibilité d'étudier les principales questions de fond soulevées, a élaboré un « texte préliminaire des dispositions clés d'un futur projet de Convention » (Document de travail No 16 de la réunion de janvier, reproduit comme Annexe B au présent Rapport ; ci-après désigné « projet de janvier »). Ce texte préliminaire a été élaboré par le groupe de rédaction et a été discuté en séance plénière le dernier jour de la réunion. En vue de refléter les résultats de la discussion du dernier jour, le Bureau Permanent, en coopération avec l'Expert juridique auprès du Bureau Permanent et le Président du groupe de rédaction, a préparé et distribué en février 2001 un texte préliminaire modifié, pour consultation ultérieure (ci-après désigné « projet de février »).

Aussi bien le projet de janvier que celui de février reflète le *soutien unanime des experts en faveur de PRIMA comme facteur de rattachement approprié à insérer dans la future Convention*. Aucun expert n'a, à aucun moment, donné son appui à l'approche de la transparence. Bon nombre d'experts ont considéré PRIMA comme étant un développement cohérent du principe de la *lex rei sitae* aux titres détenus auprès d'intermédiaires[6].

D. *Travaux informels préparatoires et consécutifs à la réunion*

Compte tenu du calendrier serré suggéré par les Etats membres pour ce projet et de la nécessité d'adopter une procédure accélérée si l'objectif de finaliser une Convention en 2002 doit être atteint[7], le Bureau Permanent a organisé, préalablement à la réunion de janvier 2001, trois appels de conférence auxquels 30 à 50 experts ont participé. L'objectif de ces appels était d'identifier les principales difficultés à examiner par le Groupe de travail et, si possible, de proposer des réponses[8]. Ces appels ont, en général, été qualifiés d'extrêmement utiles et efficaces pour préparer la réunion de janvier.

Ce processus informel a été maintenu après la réunion de janvier. Le Bureau Permanent a en effet continué d'examiner avec des experts juridiques le texte préliminaire élaboré en janvier et à coopérer étroitement avec des praticiens pour s'assurer que la future Convention propose une solution répondant aux besoins de la pratique des marchés financiers et conduisant au degré de certitude requis. Un quatrième appel de conférence a été organisé le 20 avril 2001 en vue d'examiner les nombreux commentaires et nouvelles suggestions relatifs au projet de février qu'un grand nombre d'experts avait soumis. Environ 45 experts de 15 Etats différents ont participé à ce quatrième appel.

La grande majorité des délégations a largement soutenu le processus informel, soulignant notamment que les différents appels de conférence offraient la possibilité d'identifier et – si nécessaire – de clarifier certains points et d'examiner d'éventuelles solutions. D'autres délégations se sont toutefois inquiétées d'un éventuel manque de transparence de ce processus informel et de la difficulté d'assurer une participation représentative. A cet égard, il convient de souligner qu'aucune décision n'a été prise pendant ou après les appels de conférence et que toutes les questions discutées durant ces appels de conférence ont pu être entièrement réexaminées lors de la réunion de janvier – et par ailleurs pourront faire l'objet d'un réexamen lors de toute réunion future. Compte tenu de la décision qui doit être prise sur le calendrier futur de ce projet[9], il est suggéré de continuer le processus informel, sous réserve des conditions de transparence strictes qui ont été appliquées jusqu'à aujourd'hui.

L'objet de ce Rapport est de fournir un premier bref commentaire sur les dispositions clés élaborées lors de la réunion de janvier. Des références aux travaux informels effectués préalablement et postérieurement à la réunion de janvier seront faites là où elles s'avèrent appropriées.

BREF COMMENTAIRE SUR LE TEXTE PRÉLIMINAIRE ÉLABORÉ LORS DE LA REUNION DE JANVIER EN VUE D'UN PROJET DE CONVENTION ET RÉSULTATS DES TRAVAUX INFORMELS EFFECTUÉS AVANT ET APRÈS LA RÉUNION DE JANVIER

Article 1 : Champ d'application de la Convention

Cette disposition a un double objectif : alors que le premier alinéa décrit en termes généraux le champ d'application matériel de la Convention proposée, le deuxième alinéa aborde le champ d'application *géographique* du futur instrument.

de Directive du Parlement européen et du Conseil concernant les contrats de garanties financières (désignée comme Directive sur l'utilisation transfrontalière des sûretés), PRIMA doit être appliqué comme règle générale à toutes les situations dans lesquelles des titres intermédiés sont donnés en sûreté (voir l'art. 10 de la Directive, tel que proposé par la Commission européenne le 27 mars 2001, COM(2001) 168 final, 2001/2006 (COD) ; anciennement art. 11 du *Working document on Collateral from the Commission to relevant bodies for consultation, First preliminary draft proposal for a Directive, Document number C4/PN D(2000)*, en date du 15 juin 2000)[en anglais uniquement].

[6] Voir ci-dessous, p. 100.

[7] La principale raison justifiant l'élaboration de la Convention proposée dans le cadre d'une procédure accélérée est l'extrême importance pratique du problème abordé. Lors de la dernière décennie, le nombre d'opérations de constitution de sûretés a en effet augmenté de façon significative, notamment les opérations comprenant un élément d'extranéité. Les montants impliqués sont énormes – chaque jour des titres d'une valeur de plusieurs milliards de dollars sont constitués en sûretés dans le cadre d'une opération internationale, et le marché continue à se développer rapidement. Un débiteur est en mesure de réduire les coûts de son crédit si le créancier accepte en sûreté des titres détenus par le débiteur. Le bénéficiaire d'une telle sûreté (créancier) doit toutefois avoir la certitude d'obtenir un droit opposable au constituant de la sûreté et aux tiers. Actuellement, les conditions du marché ne donnent pas cette certitude : dans plusieurs juridictions, les règles de conflit de lois applicables en matière de droits réels, tels que l'opposabilité et le rang de sûretés concurrentes, sont loin d'être claires. En fait, dans plusieurs systèmes juridiques, plusieurs réponses sont possibles, obligeant ainsi le bénéficiaire de la sûreté de se conformer aux conditions imposées par plusieurs juridictions pour obtenir un droit opposable aux tiers. La procédure accélérée a été suggérée en vue de surmonter rapidement ces difficultés et d'améliorer les conditions du marché.

[8] Pour le premier appel, le Bureau Permanent avait convié les experts qui avaient contribué à l'élaboration du Document préliminaire No 1 ou qui avaient été invités à répondre au questionnaire contenu dans le Document de travail No 1. Les deuxième et troisième appels de conférence étaient ouverts à tous les experts qui, à la veille de l'appel de conférence, avaient été désignés officiellement par leurs gouvernements respectifs ou par l'organisation internationale en question. Le quatrième appel était ouvert à tous les experts qui avaient participé à la réunion de janvier. Un certain nombre d'autres experts ont aussi participé à cet appel.

[9] Le futur calendrier de ce projet sera examiné par la Commission sur les affaires générales et la politique de la Conférence, qui se réunira pendant la première partie de la Dix-neuvième Session diplomatique de la Conférence de La Haye de droit international privé, qui aura lieu du 6 au 22 juin 2001.

C. *Results of the meeting*

At the outset, it should be mentioned that the experts unanimously agreed that ***the Hague Conference could and indeed should prepare, on an accelerated timetable, a Convention on the law applicable to proprietary aspects of dealings in securities held through indirect holding systems.***

The Working Group, however, went further than merely considering the feasibility of the project and, after having had the opportunity to examine the major issues of substance raised, drew up a "tentative text of the key provisions for a future draft Convention" (Work. Doc. No 16 of the January meeting, reproduced as Appendix B to the present Report; hereinafter referred to as the January draft). This tentative text was prepared by the drafting group and discussed by the plenary session during the final day of the meeting. In order to reflect the results of the final day's discussion, the Permanent Bureau, together with the Legal Expert to the Permanent Bureau and the Chair of the drafting group, prepared and distributed in February 2001 an amended tentative draft text for further consideration (hereinafter referred to as the February draft).

Both the January and February drafts reflect the *experts' unanimous support for PRIMA as the appropriate connecting factor to be included in the future convention*; no support was given by any of the experts at any point to the look-through approach. The adoption of PRIMA was seen by a number of delegates as the natural extension of the *lex rei sitae* principle to indirectly held securities.[6]

D. *Prior and subsequent informal work*

Given the tight agenda suggested by the Member States for this project and the need to act on the basis of a "fast track" procedure if the goal of adopting a Convention during 2002 is to be achieved,[7] the Permanent Bureau organised prior to the January meeting a series of three telephone conference calls with 30-50 participating experts. The aim of these conference calls was to identify the main issues to be tackled by the Working Group and to propose possible answers.[8] The calls were in general found to be extremely beneficial and effective in preparing for the January meeting.

Similarly, after the January meeting, the Permanent Bureau continued to discuss with legal experts on an unofficial basis the tentative text prepared in January and to work closely with market participants to ensure that the future convention incorporates a solution which is both practicable and provides the required level of certainty. A fourth conference call was held on 20 April 2001 in order to discuss the numerous comments on the February draft and new suggestions submitted by a large number of experts. Around 45 experts from 15 different States participated in this fourth call.

The vast majority of delegations has been very supportive of the informal working process, taking into account in particular that the various conference calls provided a forum in which to identify and – where necessary – to clarify potential concerns and to explore possible solutions. Other delegations, however, have indicated some concerns about a possible lack of transparency of the informal working process and their difficulty to involve a representative group of experts in this process. In this regard, it has to be stressed unequivocally that no decisions have been taken during or after the conference calls and that all the issues discussed during these calls were subject to a full review during the January meeting – and indeed remain subject to further consideration at any future meeting. Considering the upcoming decision on the future agenda to be adopted for this project,[9] it is suggested that the informal process should continue going forward, subject to the same strict conditions of transparency applied until now.

In this Report, we shall try to provide a first brief commentary on the key provisions drafted during the January meeting. Where appropriate, reference will be made to the informal work conducted prior to and following the January meeting.

BRIEF COMMENTARY ON THE TENTATIVE TEXT FOR A DRAFT CONVENTION PREPARED AT THE MEETING AND RESULTS OF THE INFORMAL WORK CONDUCTED PRIOR TO AND AFTER THE MEETING

Article 1: Scope of the Convention

This provision has two basic purposes: while paragraph 1 describes in broad terms the *substantive* scope of application of the proposed Convention, paragraph 2 addresses its *geographic* scope.

of the European Parliament and of the Council on financial collateral arrangements (referred to as the EU Collateral Directive), PRIMA is to be applied as a general rule to all situations where securities held through indirect holding systems are provided as collateral (see Art. 10 of the EU Collateral Directive as proposed by the European Commission on 27 March 2001, COM(2001) 168 final, 2001/0086 (COD); formerly Art. 11 of the *Working Document on Collateral from the Commission to relevant bodies for consultation, First Preliminary Draft Proposal for a Directive, Document number C4/PN D(2000)*, dated 15 June 2000).

[6] See *infra*, p. 101.

[7] The main reason for aiming to reach early agreement on the text of the suggested Convention is the tremendous practical importance of the underlying issue. The last decade has seen a sharp increase in the number of collateralised arrangements within the financial services industry, particularly those involving a cross-border element. The exposures involved are extremely large – each day hundreds of billions of dollars of securities are provided as collateral under arrangements involving a cross-border element, and the market is growing rapidly. Collateral providers are able to reduce their borrowing costs if collateral takers are willing to accept securities held by the collateral provider as collateral. Collateral takers, however, need to be certain that they have an interest in the securities that is enforceable against the collateral provider and as against third parties (*i.e.*, a perfected interest). Today's market reality does not provide this certainty: in many jurisdictions, existing conflict of laws rules with respect to proprietary issues, such as perfection and priorities of competing securities interests, are by no means clear. In fact, in some jurisdictions multiple answers are possible, which results in a collateral taker needing to perfect in a number of jurisdictions. The "fast track" procedure has been suggested to overcome these difficulties quickly with a view to clarifying the position for the benefit of the market.

[8] For the first call, the Permanent Bureau invited experts who had contributed to Preliminary Document No 1 or who had been involved in the replies to the questionnaire contained in Working Document No 1. The second and third conference calls were open to all delegates who had been officially designated by their respective governments or organisations by the day before the conference call. A fourth call on 20 April 2001 (see the following comments in main text) was open to all experts who had attended the January meeting, with a number of additional experts joining.

[9] The future agenda for this project will be examined by the Commission on General Affairs and Policy of the Conference, which will meet during Part I of the Nineteenth Diplomatic Session of the Hague Conference on Private International Law, scheduled for 6-22 June 2001.

A. *Champ d'application matériel (alinéa 1)*

(a) *Matières couvertes*

L'article 1, paragraphe 1, est rédigé en termes généraux et utilise l'expression **« aspects de droits réels »** sans toutefois définir le contenu de ces droits réels. De telles dispositions introductives sont très répandues dans les traités existants et se trouvent en effet dans la plupart des Conventions modernes de La Haye[10]. Leur manque de précision apparent ne doit pas être surestimé : ces dispositions ne font que brosser les grands traits du domaine juridique auquel la Convention s'applique. L'article 1, paragraphe 1, doit être lu en rapport avec l'article 5 qui contient une liste détaillée des questions spécifiques abordées par la Convention[11]. Lors de la réunion de janvier et des travaux informels effectués depuis, plusieurs experts ont suggéré d'insérer à l'article 1 une référence explicite à l'article 5 pour assurer clarté et cohérence[12].

Même sans référence explicite à l'article 5, l'utilisation du terme général « aspects de droit réels » à l'article 1 reste très utile, car cela indique très clairement que **la Convention ne s'applique pas aux aspects contractuels d'une transaction**. Comme il l'avait déjà été mentionné dans le Document préliminaire No 1, une opération de constitution de sûretés ou un transfert en pleine propriété d'un bien, comporte toujours deux aspects : en premier lieu, un aspect *contractuel,* décrivant les obligations réciproques des parties à l'opération, et, en deuxième lieu, un aspect réel qui traite du transfert des droits sur le bien. La Convention proposée ne porte que sur le deuxième aspect, *à savoir sur la désignation de la loi appropriée pour régir les aspects réels d'une disposition de titres détenus par des intermédiaires*[13].

Les aspects contractuels d'un accord en vertu duquel une telle disposition est faite sont couverts par des règles de conflit de lois distinctes. Ces règles sont en général claires et précises et permettent aux parties de choisir la loi applicable. Dans le cadre d'opérations portant sur des titres intermédiés, ces règles ne posent pas de problèmes spécifiques qui devraient être abordés expressément dans la Convention proposée. Une telle distinction explicite entre aspects contractuels et aspects réels a déjà fait l'objet de précédentes Conventions de La Haye. En effet, la *Convention de 1958 sur la loi applicable au transfert de la propriété en cas de vente à caractère international d'objets mobiliers* a été négociée séparément de la *Convention de 1955 sur la loi applicable aux ventes à caractère international d'objets mobiliers corporels*[14].

De plus, il peut être noté que l'utilisation du terme « opération » limite la Convention aux transactions *consensuelles,* par opposition aux droits naissant de plein droit[15]. Enfin, la disposition spécifie que la Convention ne s'applique qu'aux seuls régimes de *détention indirecte,* excluant ainsi de son champ d'application tout régime de *détention directe*[16].

(b) *Matières non couvertes*

Même sur la base d'une telle description générale, il apparaît clairement que la Convention ne s'applique pas : (a) aux droits et obligations contractuels des parties à la transaction portant sur les titres (voir les commentaires ci-dessus) ; (b) aux droits et obligations contractuels d'un intermédiaire et d'un titulaire de compte ; (c) aux droits et obligations d'un émetteur de titres (incluant le droit à l'enregistrement auprès d'un émetteur, les droits de vote, le droit à l'obtention d'un dividende, etc. ; toutes ces questions sont traditionnellement soumise à la *lex societatis*) ; (d) aux droits et responsabilités d'un teneur de registre *(registrar)* agissant pour l'émetteur ; (e) aux règlements relatifs à l'émission ou aux marchés de titres ; ou (f) aux dispositions de réglementation applicables à un intermédiaire de titres.

Pour des raisons de clarté et de prévisibilité, plusieurs experts ont suggéré lors des travaux informels qui ont suivi la réunion de janvier que les matières auxquelles la Convention ne s'applique pas soient expressément identifiées (soit à l'art. 1 ou dans un nouvel art. 2). D'autres experts ont souligné qu'une telle exclusion ne saurait être exhaustive et ne pourrait être insérée qu'à titre illustratif.

A cet égard, **il doit être souligné que la Convention proposée ne porte nullement atteinte à la nature du droit d'un investisseur sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire et n'impose aucune obligation au droit matériel d'un Etat à cet égard**. En conséquence, les droits qu'un investisseur détient sur des titres conformément à la loi qui lui est applicable avant qu'il ne les cède à titre de garantie ou ne les transfère à un acquéreur, ne seront *pas modifiés* par le régime proposé. Comme il a déjà été expliqué dans le Document préliminaire No 1, la nature des droits qu'un investisseur détient sur des titres intermédiés peut varier d'un système juridique à l'autre. De manière générale, ces droits peuvent être de nature réelle ou contractuelle ; s'ils sont de nature réelle, ils peuvent se présenter sous différentes formes, notamment sous la forme d'un droit de copropriété ou en reflétant une nouvelle structure juridique n'impliquant pas un droit de copropriété[17].

La Convention proposée s'appuie sur deux principes fondamentaux : premièrement, la désignation de la loi appropriée pour régir les aspects réels d'une disposition de titres détenus auprès d'un intermédiaire peut se faire sans affecter le droit matériel d'un Etat et, deuxièmement, la règle de conflit de lois finalement adoptée s'appliquera de façon rationnelle et cohérente à tous les systèmes, quelle que soit la nature du droit que l'investisseur détient sur les titres. Ainsi, la Convention de La Haye proposée choisit une approche similaire à celle prise par la Directive européenne concernant le caractère définitif du règlement[18]. Cette Directive

[10] Un exemple particulièrement éloquent est fourni par l'article premier de la *Convention de La Haye de 1985 relative à la loi applicable au trust et à sa reconnaissance,* qui se contente de déclarer que la Convention « détermine la loi applicable au trust et régit sa reconnaissance ». Le terme « trust », les caractéristiques nécessaires d'un trust ainsi que la portée de la loi applicable, sont expliqués et détaillés dans les dispositions suivantes de la Convention.

[11] Dans le projet de janvier, à l'art. 1, para. 1, le mot « les » précédait la référence aux « aspects de droits réels ». La suppression du mot « les » dans le projet de février est censé répondre aux préoccupations formulées par une délégation qui craignait que l'art. 1 puisse être interprété comme étant en contradiction avec la formulation de l'art. 5.

[12] Compte tenu du fait que cette disposition ne constitue qu'une simple introduction, l'on peut toutefois s'interroger si un commentaire clair et précis dans le Rapport explicatif sur la Convention ne suffirait pas pour atteindre l'objectif de la clarté.

[13] Document préliminaire No 1, p. 16.

[14] Textes disponibles sur le site Internet de la Conférence de La Haye, en français uniquement.

[15] Voir toutefois ci-dessous, art. 2, para. 3.

[16] Pour une présentation détaillée du système de détention indirecte, voir Document préliminaire No 1, p. 24-30. Pour une présentation d'une structure de détention fréquente dans les pays nordiques, voir ci-dessous, p. 96.

[17] Une autre possibilité est que la *lex societatis* reconnaisse, en matière de titres intermédiés, que les transferts ou autres dispositions des titres sous-jacents s'opèrent par le biais des registres de l'intermédiaire pertinent, c'est-à-dire l'intermédiaire direct de l'investisseur. Bien qu'une telle structure n'affecte pas la nature du droit de propriété, il apparaît néanmoins approprié de soumettre les aspects réels à la loi de l'intermédiaire. Pour une présentation détaillée des différents systèmes, voir Document préliminaire No 1, p. 16, p. 30 et s., p. 34 et s., et p. 64. Comme indiqué au Document préliminaire No 1, p. 38, l'harmonisation des règles matérielles portant sur la nature des droits sur des titres intermédiés, constitue un projet ambitieux que la CNUDCI ou UNIDROIT pourraient envisager de mener à bien dans un proche avenir.

[18] Voir les références à la note de bas de page 5.

A. *Substantive scope (paragraph 1)*

(a) *Matters covered*

Article 1, paragraph 1, is drafted in rather broad terms and refers to **"proprietary aspects"** in general, without defining the content of these proprietary aspects. Such introductory provisions are quite common in existing treaties and may indeed be found in most of the modern Hague Conventions.[10] Their apparent lack of precision should not be over-emphasised: these provisions are merely describing the broad "legal field" to which the Convention applies. Article 1, paragraph 1, has to be read in conjunction with Article 5, which contains a detailed list of the specific issues addressed by the Convention.[11] During the January meeting and the subsequent informal work, several experts have suggested that Article 1 should explicitly refer to Article 5 in order to ensure clarity and consistency.[12]

Even without an explicit cross-reference to Article 5, the broad term "proprietary aspects" in Article 1 remains very useful, as it clearly indicates that **the Convention does not apply to the contractual aspects of transactions**. As already indicated in Preliminary Document No 1, there are always two components to a collateral transaction or transfer of property that need to be distinguished: first, the contractual element, describing the parties' obligations under the transaction and, secondly, the proprietary element, dealing with the actual transfer of rights in the property. The proposed Convention only deals with the latter, *i.e.* the *identification of the appropriate law to govern proprietary aspects of a disposition of indirectly held securities.*[13]

The contractual aspects of an agreement under which such a disposition is made are covered by separate conflict of laws rules. These rules are usually clear and allow the parties to choose the applicable law. Within the context of transactions in respect of indirectly held securities, these rules do not create specific problems which would need to be addressed in the proposed Convention. This clear distinction between proprietary and contractual elements already appears in previous Hague Conventions: the *Convention of 1958 on the law governing transfer of title in international sales of goods* was indeed negotiated as an instrument distinct from the *Convention of 1955 on the law applicable to international sales transactions.*[14]

In addition, it may be noted that the reference to "dealings" confines the proposed Convention to *consensual* transactions as opposed to rights arising by *operation of law*.[15] Finally, the provision specifies that the Convention only applies to *indirect holding systems*, excluding from its scope *direct holdings*.[16]

(b) *Matters not covered*

Even on the basis of this broad description, it is apparent that the Convention does *not* apply to: (a) the contractual rights and obligations of parties to a transaction in securities (see comments above); (b) the contractual rights and obligations of an intermediary and an account holder; (c) the rights and duties of an issuer of securities (including the right to registration with an issuer, voting rights, rights to receive dividends, etc. – all these matters are classic *lex societatis* issues); (d) the rights and duties of a registrar acting for the issuer; (e) the regulation of the issue or trading of securities; or (f) the regulation of a securities intermediary.

For reasons of clarity and predictability, some experts have suggested during the informal work conducted after the January meeting that the matters to which the Convention does *not* apply should be expressly identified (either in Art. 1 or in a new Art. 2). Other experts have stressed that such a list of exclusion could not be exhaustive and would have to be inserted by way of illustration only.

In this regard, it has to be emphasised that **the proposed Convention neither interferes with the nature of an investor's interest in the indirectly held securities, nor imposes any change on a State's substantive law in this regard**. Consequently, the interests which an investor holds in the securities under local law prior to providing these interests as collateral or transferring them to a purchaser will *not* be altered by the proposed regime. As explained in Preliminary Document No 1, the nature of an investor's interest in securities held through indirect holding systems varies among different legal systems and jurisdictions. Basically, these interests can be *proprietary* or *contractual*, and, if proprietary, may take one of a number of forms, for example, some kind of co-ownership interest or a new kind of legal interest not involving co-ownership.[17]

The proposed Convention, however, is based on two fundamental propositions: first, that the identification of the appropriate law to govern proprietary aspects of a disposition of indirectly held securities can be conducted without affecting a State's substantive law, and, secondly, that the conflict of laws rule eventually adopted should apply rationally and consistently to an investor's interest irrespective of the form the interest takes. Thus, the proposed Hague Convention will take a similar approach to the one taken by the EU Settlement Finality Directive.[18]

[10] A particularly striking example is provided by Art. 1 of the *Hague Convention of 1 July 1985 on the Law Applicable to Trusts and on their Recognition*, which solely states that the Convention "specifies the law applicable to trusts and governs their recognition." The term "trust", the necessary characteristics of a trust, and the scope of the law applicable, are specified and explained in the subsequent provisions of the Convention.

[11] In the January Draft, Art. 1, para. 1, contained the word "the" before the reference to "proprietary aspects". The deletion of the word "the" in the February draft was intended to address one delegation's concern that this provision might be read as conflicting with the formulation in Art. 5.

[12] In view of the mere introductory nature of this provision, one may wonder, however, whether a clear statement in the official Explanatory Report to the Convention would not suffice to meet the need for clarity.

[13] Prel. Doc. No 1, p. 17.

[14] Texts available on the website of the Hague Conference, in French only.

[15] See, however, *infra*, Art. 2, para. 3.

[16] For a detailed presentation of the indirect holding system, see Prel. Doc. No 1, pp. 25-31; for a discussion of a specific holding pattern which is rather common in Nordic countries, see *infra* p. 97.

[17] Another possibility is that the *lex societatis* recognises, in situations where securities are held through intermediaries, that the records of the relevant intermediary, *i.e.*, the investor's immediate intermediary, are the means by which transfers and other dispositions of the underlying securities are effected. While under such a structure the legal nature of the property is not affected, it would still seem to be appropriate to treat the law of the place of the intermediary as the law governing proprietary aspects. For a detailed presentation of the various systems, see Prel. Doc. No 1, p. 17, p. 30 *et seq.*, p. 35 *et seq.*, and p. 65. As mentioned in Prel. Doc. No 1, p. 39, harmonising the substantive law relating to the nature of interests in respect of securities held through intermediaries is a major undertaking that may be considered by UNCITRAL or UNIDROIT in the near future.

[18] See the references in footnote 5.

n'a pas introduit une catégorisation uniforme de la nature du droit que l'investisseur peut détenir sur des titres intermédiés. Elle a cependant introduit une disposition destinée à clarifier la question du conflit de lois lorsque de tels titres sont donnés en garantie[19].

B. *Champ d'application géographique (alinéa 2)*

L'alinéa 2 porte sur le champ d'application géographique de la Convention. Son but principal consiste à éviter que la Convention ne soit appliquée à des situations purement internes. Lors de la réunion de janvier, le groupe de rédaction a proposé deux variantes. En vertu de la première variante, la Convention n'aurait pas trouvé application lorsque « tous les éléments factuels pertinents de la situation sont localisés dans un seul Etat ». Lors de la séance plénière, il a toutefois été noté que cette première variante paraissait circulaire, puisqu'elle ne spécifiait pas quels seraient les éléments factuels pertinents à prendre en considération. Aussi a-t-il été décidé de ne pas retenir cette proposition.

Par la suite, le Bureau Permanent s'est efforcé de présenter une proposition alternative en accord avec la deuxième variante, c'est-à-dire une disposition qui définirait le champ d'application géographique de la Convention par référence explicite au lieu de situation du compte des parties à la transaction ou de l'émetteur. Il est toutefois apparu qu'il serait difficile de trouver un libellé suffisamment précis et approprié pour toutes les circonstances. Aussi, le Bureau Permanent a-t-il suggéré de remplacer les deux variantes précédentes par une phrase affirmative générale, similaire à celle que l'on trouve dans d'autres conventions existantes, par exemple dans la *Convention de La Haye de 1986 sur la loi applicable aux contrats de vente internationale de marchandises* (art. 1, lit. b) ainsi que dans la *Convention de Rome de 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles* (art. 1, al. 1).

Il résulte du texte proposé que la Convention devrait s'appliquer en premier lieu si le titulaire du compte, le bailleur de fonds / acquéreur ou l'intermédiaire pertinent (c'est-à-dire le lieu du compte) ne sont pas situés dans le même Etat. Mais il se pose alors la question de savoir si la Convention s'applique lorsque l'investisseur, le bailleur de fonds / acquéreur et l'intermédiaire pertinent sont tous situés dans le même Etat, mais que l'émetteur des titres est situé dans un autre Etat (ou, dans le cas d'un portefeuille diversifié de titres émis dans plusieurs Etats, au moins un des émetteurs est situé à l'étranger). Une telle hypothèse a expressément été examinée lors de la réunion de janvier. Les experts étaient unanimes pour affirmer que la Convention devrait également s'appliquer dans une telle hypothèse, sans quoi il y aurait un risque que l'approche de la transparence s'impose. Enfin, la Convention devrait également s'appliquer lorsqu'un seul des intermédiaires à travers lesquels les titres sont détenus est situé dans un autre Etat.

Lors des travaux informels qui ont suivi la réunion de janvier, quelques experts ont proposé que les situations auxquelles la Convention s'applique devraient être expressément mentionnées à l'article 1, alinéa 2, en vue d'augmenter la clarté et la prévisibilité. Il pourrait en effet s'avérer utile d'ajouter, à la fin de l'article 1, alinéa 2, du projet de février (ou dans un nouvel alinéa), une explication telle que : « Elle s'applique notamment lorsqu'un des éléments suivants est situé dans un autre Etat : (a) l'intermédiaire pertinent ; (b) l'émetteur ou les émetteurs des titres ; (c) le titulaire de compte ; (d) une des parties à la disposition des titres ; ou (e) un des intermédiaires à travers lesquels les titres sont détenus ».

[19] Voir Document préliminaire No 1, p. 58.

Article 2 : Interpretation

Cette disposition contient plusieurs définitions et descriptions portant sur plusieurs concepts clés utilisés dans la Convention.

A. *Définition de « titres »*

Le terme « titres » utilisé dans la Convention proposée peut, en théorie, être défini ou décrit de trois façons différentes :

Variante 1 : en donnant une *définition précise ou une énumération détaillée* des titres (approche dite « intégrale »)[20] ;

Variante 2 : en fournissant une *description générale* des titres, avec ou sans liste illustrant les exemples les plus importants (approche dite « descriptive »)[21] ; ou

Variante 3 : en laissant la définition au droit national (approche dite « de droit national »), c'est-à-dire soit :

Variante 3a : à la *lex fori,* ou

Variante 3b : à la *lex causae.*

(a) *Les travaux préparatoires*

Ces trois options avaient déjà été examinées par les experts lors d'un appel de conférence préalable à la réunion. Les experts avaient certes admis que l'approche dite « intégrale » pourrait conduire à une délimitation très précise du champ d'application de la Convention, augmenter la certitude et donc faciliter une interprétation uniforme. Toutefois, les experts étaient également unanimes pour souligner que les particularités nationales rendraient le consensus sur une définition et / ou une énumération détaillée non seulement très difficile à trouver mais, le cas échéant, aussi très compliquée et longue à rédiger. De plus, il a surtout été souligné qu'une telle méthode pourrait aller à l'encontre du besoin d'une flexibilité suffisante pour prendre en considération de nouveaux types de titres. Enfin, il a également été mentionné que même dans le cadre d'une définition précise ou d'une énumération telle que celle contenue dans le *Securities Act 1990 of Ontario,* une clause générale comprenant une expression telle que « tout document couramment considéré comme titre » paraissait nécessaire. Compte tenu de ces difficultés majeures, les experts n'ont pas considéré l'approche dite « intégrale » comme solution appropriée pour la Convention proposée.

En ce qui concerne l'approche dite « descriptive », il y avait un consensus pour dire qu'une telle méthode pourrait être à la fois suffisamment explicite pour assurer une application uniforme de la Convention proposée (tout particulièrement si une liste illustrant les titres les plus importants devait être incluse) et suffisamment flexible pour prendre en considération de nouveaux types de titres. De plus, il a été souligné qu'un article fondé sur une telle approche ne serait pas trop compliqué à rédiger. Bien qu'il ait été mentionné qu'une telle approche risquait de laisser

[20] Voir la « première approche » mentionnée dans le Doc. prél. No 1, p. 52. Un exemple illustratif d'une telle approche est fourni par le chapitre S.5 du *Securities Act 1990 of Ontario (revised Statutes).*

[21] Cette approche correspond à la « deuxième approche » mentionnée dans le Document préliminaire No 1, p. 52.

This Directive has not introduced a uniform categorisation of the legal nature of an investor's interest in securities held through an indirect holding system; it has, however, introduced a provision intended to clarify the conflict of laws when such securities are taken as collateral.[19]

B. ***Geographic scope (paragraph 2)***

Article 1, paragraph 2, addresses the geographic scope of the Convention. Its main objective is to ensure that the Convention does not apply to purely internal situations. At the January meeting, the drafting group proposed two variants. According to the first variant, the Convention would not have applied "where all the relevant factual elements of the situation are located in one State". At the plenary session, however, the concern was raised that the first variant appeared to be circular, as it did not specify which factors would have to be considered as "relevant". Hence, it was decided not to retain this proposal.

The Permanent Bureau, therefore, proposed an alternative formulation along the lines in the second variant, *i.e.* drafting a provision that would define the geographic scope of application of the Convention by referring explicitly to the location of the account, the parties or the issuer. It became clear, however, that it may be difficult to achieve wording which is both precise and exhaustive so as to be appropriate under all circumstances. On reflection, the Permanent Bureau suggested replacing both previous variants with one generally-phrased affirmative variant which reflects similar formulations in other existing Conventions – for example, the *Hague Convention of 1986 on the Law Applicable to Contracts for the International Sale of Goods* (Art. 1, lit. b) and the *Rome Convention of 1980 on the Law Applicable to Contractual Obligations* (Art. 1, para. 1).

Under the proposed language, the Convention should first apply if any of the account holder, the lender / purchaser or the relevant intermediary (*i.e.*, the securities account) are in different countries. The issue then arises, however, of situations of the type where the investor, the lender / purchaser and the relevant intermediary are all located in the same State, but the issuer of the securities is foreign (or, in the case of a diversified portfolio of securities issued in a number of different jurisdictions, at least one of the issuers is foreign). This fact pattern was expressly discussed during the January meeting. There was consensus that the Convention should also apply in such a case, as otherwise there would be a risk of applying the "look-through" approach. Finally, the Convention should also apply if any of the intermediaries through whom the securities are held is located in another State.

During the informal work conducted after the January meeting, some experts suggested that the specific situations in which the Convention applies be spelled out in Article 1, paragraph 2, with a view to enhancing clarity and predictability. It may indeed be helpful to add at the end of Article 1, paragraph 2, of the February draft (or in a new paragraph), language such as: "It applies in particular if any two of the following are located in different States: (a) the relevant intermediary; (b) the issuer or issuers of the securities; (c) the account holder; (d) any party to a disposition of the securities; or (e) any securities intermediary through whom the securities are held."

Article 2: Interpretation

This provision contains a set of definitions and descriptions of some of the key concepts used in the Convention.

A. ***Definition of "securities"***

In theory, there appear to be three possible approaches to defining or describing the term "securities" in the proposed Convention:

Variant 1: by providing an *explicit definition or a detailed enumeration* of securities (the "fully fledged" approach);[20]

Variant 2: by providing a *general description* of securities, with or without an illustrative list of the most important examples (the "descriptive" approach);[21] or

Variant 3: by leaving the definition to *national law* (the "domestic law" approach), *i.e.* either to:

Variant 3a: the *lex fori*, or

Variant 3b: the *lex causae.*

(a) *The discussions prior to the January meeting*

All three options had already been examined by the experts during one of the conference calls prior to the meeting. During this call, the experts acknowledged that the *fully fledged approach* could result in a very precise description of the Convention's scope of application, enhance certainty and hence facilitate uniform interpretation. However, the experts were also at one in stressing that national characteristics would make consensus on a detailed definition and / or enumeration not only very difficult to reach, but also complex and time-consuming to draft. Most importantly, it was underlined that such a method might run counter to the need for sufficient flexibility to accommodate new types of securities. Finally, it was also mentioned that even in the case of a detailed definition or enumeration such as the one contained in the *Securities Act of Ontario*, a much more general "fall-back" provision referring to "a document commonly known as a security" seemed to be inevitable. Given these major difficulties, the fully fledged approach was not regarded by the experts as a suitable solution for the proposed Convention.

As regards the *descriptive approach*, there was consensus that this approach may be both explicit enough to provide sufficient guidance for a uniform application of the proposed Convention (especially if an illustrative list of examples of typical securities was included), and flexible enough to take into account new types of securities. In addition, it was stressed that a provision based on this approach should not be too difficult to draft. Although it was mentioned that this approach would leave scope for

[19] See Prel. Doc. No 1, p. 59.

[20] See the *first approach* mentioned in Prel. Doc. No 1, p. 53. An example of this approach is provided by Chapter S.5 of the Securities Act 1990 of Ontario (revised Statutes).

[21] This approach corresponds to the *second approach* mentioned in Prel. Doc. No 1, p. 53.

le champ ouvert à des divergences d'interprétation dans le cadre de la mise en œuvre de la Convention proposée, il a été reconnu que ce risque paraissait limité compte tenu du fait qu'il y a un large consensus sur ce qui constitue en général un « titre ». L'approche dite « descriptive » a donc reçu un large soutien de la part des experts.

En ce qui concerne l'approche dite « nationale », les experts ont reconnu qu'une référence à la *lex fori* aurait l'avantage de conduire à l'application du droit que les praticiens et les tribunaux connaissent le mieux et qu'une telle approche serait extrêmement facile à rédiger. D'un autre côté, il a également été reconnu qu'une référence à la *lex fori* pourrait laisser le champ ouvert à des divergences d'interprétation dans le cadre de la mise en œuvre de la Convention proposée, que cela pourrait se heurter au souci de flexibilité nécessaire pour prendre en considération de nouveaux types de titres, et surtout, que cela pourrait conduire à un conflit entre la *lex fori* et la *lex causae* (PRIMA). Pour toutes ces raisons, l'approche de la *lex fori* n'a pas été soutenue par les experts.

En ce qui concerne l'approche de la *lex causae,* les experts ont tout d'abord souligné qu'elle serait très facile à rédiger. De plus, cette approche aurait pour avantage que la définition des titres et les aspects réels de la transaction seraient tous les deux soumis à la même loi. En d'autres termes, les deux questions pourraient être examinées à la lumière d'une seule loi. La discussion a alors conduit à une théorie en vertu de laquelle l'expression « titres » devrait s'étendre à tout ce qui peut faire l'objet d'un dépôt en compte de titres ou peut être représenté par une inscription en compte de titres. Cette approche peut être qualifiée de variante plus évoluée de l'approche de la *lex causae,* puisque l'ultime question de savoir si un instrument particulier peut effectivement faire l'objet d'une inscription au crédit d'un compte de titres devra être examinée en vertu de la loi du lieu du compte, c'est-à-dire de la *lex causae.*

(b) *La réunion de janvier*

Compte tenu des conclusions dégagées lors des appels de conférence, les experts sont rapidement tombés d'accord pour dire que la variante 1 (approche dite « intégrale ») et la variante 3a (approche de la *lex fori*) ne devaient plus être prises en considération. Aussi, la discussion s'est-elle concentrée sur l'approche de la *lex causae* et sur l'approche dite « descriptive ». Plusieurs experts ont soutenu que la définition ou la description retenue dans la future Convention devait être *aussi large et aussi simple que possible* et préserver suffisamment de flexibilité pour de futurs instruments. Ces caractéristiques ont été considérées par le Groupe de travail comme étant les principaux objectifs à réaliser à cet égard. Le résultat des discussions est reflété dans l'article 2 du Document de travail No 16, tel que révisé par le projet de février[22].

La définition proposée à l'article 2 semble répondre aux besoins d'une définition large, simple et flexible. Le concept est semblable à l'approche adoptée aux Etats-Unis *(Uniform Commercial Code)* et dans l'Union européenne (Directive relative aux services d'investissements et Directive proposée sur l'utilisation transfrontalière des sûretés)[23]. La définition suit une structure classique : elle renvoie à un terme plus large, c'est-à-dire aux « actifs » ou « instruments financiers », et par la suite utilise un critère spécifique, à savoir la possibilité d'une inscription au crédit d'un compte de titres, pour différencier l'objet à définir[24]. L'expression « ou tout droit s'y rapportant » vise à prendre en considération le fait que dans beaucoup de systèmes juridiques, une inscription en compte représente un simple *droit sur les titres,* et non les *titres eux-mêmes* (un tel régime s'applique notamment en France où un système de titres entièrement dématérialisés a été mis en place). L'article contient également une liste illustrant les types de titres les plus connus et les plus importants, tel que les titres de capital, actions ou obligations (qu'elles soient convertibles ou non). Un des attraits de la définition proposée est qu'elle paraît suffisamment flexible pour permettre à des titres de passer d'une catégorie à une autre au fur et à mesure que le marché se développe. Mais quelle est la portée pratique de la définition proposée ?

D'emblée, il doit être souligné que la définition proposée peut englober aussi bien des titres *cotés* que *non cotés* ainsi que des titres *dématérialisés.* La définition n'aborde pas explicitement la question des produits dérivés. Compte tenu du fait que la très grande majorité des produits dérivés peut aisément être qualifiée « d'actifs » ou « d'instruments financiers », la question de savoir si un produit dérivé particulier constitue ou non un titre en vertu de la Convention devra être examinée à la lumière de la possibilité de son inscription au crédit d'un compte de titres. Il est évident que le texte préliminaire de la Convention envisage des comptes de nature conventionnelle dont le solde fluctue au fur et à mesure des crédits ou débits effectués. Cela implique que les instruments inscrits au crédit d'un tel compte doivent être d'une nature fongible typique, dans la mesure où de nouveaux instruments portés au crédit du compte ne peuvent être distingués de ceux qui y figurent déjà. Plusieurs instruments fréquemment désignés comme produits dérivés, tels que des warrants de souscription ou des warrants « couverts » donnant le droit d'acquérir des titres spécifiés, tombent sans aucun doute dans le champ d'application de la définition. Il en va de même pour les options transférables de souscription de titres. D'autres produits dérivés, tels que les contrats d'échange réciproque *(swaps)* négociés individuellement entre contreparties spécifiques ne tombent pas dans le champ d'application de la définition. Des contrats d'échange réciproque ne sont pas inscrits au crédit d'un compte ; ils constituent uniquement des contrats pour l'échange d'instruments ou d'espèces entre parties. C'est la garantie relative au contrat d'échange réciproque qui est inscrite au compte ; si cette garantie se présente sous forme de titres intermédiés, c'est à ceux-ci que la Convention s'appliquera. Enfin, il semblerait que les *matières premières* ainsi que les instruments représentant les matières premières (tels que les warrants sur métal et les connaissements) sont exclus du champ d'application de la Convention proposée. Ces instruments ne sont pas fongibles : des pièces de métal distinctes peuvent être différenciées les unes des autres. En d'autres termes, si la valeur individuelle de plusieurs pièces de métal doit apparaître dans les livres d'un système comptable, des comptes distincts devront être ouverts. Pour des raisons semblables, une hypothèque sur un bien immobilier tomberait clairement hors du champ d'application de la définition.

Quelle est la portée de la définition proposée sur un règlement en **espèces** *(cash)* ? Lors de la réunion de janvier,

[22] Les modifications suggérées dans le projet de février sont d'une importance mineure : le pluriel a été introduit pour les différentes catégories de titres mentionnées dans la définition (ce qui semble approprié dès lors que le mot que l'on définit est lui-même au pluriel) et les mots « auprès d'un intermédiaire teneur de compte » ont été supprimés (ceux-ci étaient superflus compte tenu de la définition du compte de titres).

[23] Voir Document préliminaire No 1, p. 52-54.

[24] Lors des discussions informelles menées après la réunion de janvier, deux délégations ont proposé de modifier légèrement la définition afin de refléter le fait que les titres « doivent effectivement avoir été crédités au compte » (au lieu de dire simplement que les titres doivent être « susceptibles d'une inscription en compte »). Cette proposition semble être appropriée, dans la mesure où les parties pourront uniquement disposer de titres qui ont été portés au crédit du compte.

some unevenness in the implementation of the proposed Convention, it was recognised that this risk seemed to be relatively small, as there is broad consensus on what is in general meant by "securities." The descriptive approach, therefore, had significant support from the experts.

As regards the *domestic law approach*, the experts acknowledged that a reference to the *lex fori* would have the advantage that this is the law the practitioners and courts are most familiar with and that such an approach would be very easy to draft. On the other hand, it was also recognised that a reference to the *lex fori* leaves scope for some unevenness in the implementation of the proposed Convention, that it may run counter to the need for sufficient flexibility to accommodate new types of securities, and, most importantly, that there might be potential conflicts between the *lex fori* and the *lex causae* (PRIMA). For all these reasons, the *lex fori* approach was not supported by the experts.

As regards the *lex causae* approach, the experts first stressed that it would be very easy to draft. In addition, this approach would have the advantage that the same law would govern the definition of both the securities and the proprietary aspects of the transaction. In other words, only one law would need to be considered for both purposes. As a result of the discussion, there emerged an approach under which the term "securities" would simply be linked to what is eligible for deposit or may be evidenced by credit to a securities account. This approach may be viewed as a development of the *lex causae* approach, because the ultimate question as to whether or not a particular instrument is actually eligible for deposit will have to be answered by the law of the place of the account, *i.e.*, the *lex causae*.

(b) *The January meeting*

Based on the results of the informal discussion during the conference calls, there was prompt consensus among the experts that it was no longer worthwhile to consider either variant 1 (fully fledged approach) or variant 3a (*lex fori* approach). The discussion thus focused on the *lex causae* approach and the descriptive approach. Several experts held that the definition or description embodied in the future Convention ought to be *as broad and as simple as possible* and provide enough *flexibility* for future instruments. This was regarded by the Working Group to be the main and fundamental objective of the definition. The actual result of the discussion is reflected in Article 2 of Working Document No 16, as amended by the February draft.[22]

The language suggested in Article 2 seems to meet the needs of a broad, simple and flexible definition of "securities". The concept is similar to the approach adopted in the United States (Uniform Commercial Code) and the European Union (Investment Securities Directive and the proposed EU Collateral Directive).[23] The structure of the definition is traditional: it refers to a broader term, *i.e.*, "financial asset or instrument", and then uses a specific criterion, *i.e.*, the "capability of being credited to a securities account" to differentiate the subject matter.[24] The words "or any interest therein" are designed to take into account the fact that in many systems, book entries represent a mere interest *in* securities, not the *securities themselves* (this latter solution applies, for example, in France with its fully dematerialised securities regime). The provision also contains an illustrative list of securities, which explicitly mentions the most common and important types of securities, *i.e.*, stocks, shares and bonds (whether convertible or not). One of the attractions of the suggested definition is that it seems flexible enough to account for classes of instruments moving from one category to the other as the market develops. But what does the proposed definition mean in practical terms?

At the outset, it should be noted that the suggested language encompasses both *certificated* and *dematerialised* securities, whether such securities are *listed* on an exchange or not. The provision does not expressly address the position of *derivative instruments*. Since at least the great majority of derivatives are likely to constitute "financial assets or instruments", the factor determining whether or not a particular derivative is covered will be whether it is "capable of being credited to a securities account". It is clear that the draft Convention contemplates an account of the conventional type, the balance of which will fluctuate over time as a result of debits and credits made to the account. This implies that instruments credited to such an account must be sufficiently standardised in their terms as to be fungible, since new instruments credited to such an account become indistinguishable from those already credited to it. Some instruments of a kind often referred to as derivatives – for example *subscription warrants* or *"covered" warrants* conferring the right to buy specified securities – clearly fall within this definition. The same applies to *tradable or transferable options*. Other derivatives, such as *swaps* individually negotiated between particular counterparties, do not fall within the definition. *Swaps* themselves are not credited to an account; they are merely contracts for exchange of products or cash flows between the parties. It is the collateral that supports the swap that is credited to an account and, if in the form of indirectly held securities, is the item to which the Convention applies. Finally, it would appear that *physical commodities* and instruments representing physical commodities (such as *metal warrants* and *bills of lading*) are excluded from the scope of the proposed Convention. These instruments are not fungible: separate consignments of metal are clearly distinguishable from each other. In other words, if individual entries in respect of separate consignments of metal had to appear on the books of an accounting system, a series of *separate* accounts would have to be opened. For similar reasons, a mortgage over real property (*"hypothèques"*) would also clearly fall outside the scope of the definition.

What is the impact of the suggested language on **cash**? During the January meeting, several experts stressed that

[22] The suggested amendments appearing in the February draft are minor: the specific examples mentioned in the definition were amended to the plural (which seems appropriate given that the defined term is itself in the plural) and the words "with a securities intermediary" were deleted, because they are included in the definition of "securities account".

[23] See Prel. Doc. No 1, pp. 53-55.

[24] During the informal work undertaken after the January meeting, two delegations suggested that the definition be slightly amended so as to reflect that the securities must actually "have been credited" to a securities account (rather than just reflecting that the securities "may be" credited to an account). This proposal appears to be appropriate, as the parties will only be able to dispose of securities that are already credited to an account.

plusieurs experts ont souligné que les espèces ne devraient pas tomber dans le champ d'application de la Convention puisque le caractère essentiel d'une détention par intermédiaire ne s'applique normalement pas aux espèces. Un autre groupe d'experts a toutefois souligné que des dépositaires centraux de titres internationaux (DCTI) inscrivent parfois les espèces et les titres dans le même compte. Ces experts ont également rappelé que le projet de Directive sur l'utilisation transfrontalière des sûretés inclut les espèces dans sa règle de conflit de lois. De ce fait, il pourrait paraître prématuré d'exclure les espèces du champ d'application de la Convention de La Haye proposée. La version actuelle du texte préliminaire adopte une attitude intermédiaire. L'utilisation du terme « compte de titres » exclut du champ d'application les espèces créditées à un compte courant. En revanche, lorsque les espèces sont créditées en tant que produit d'une transaction à un « compte de titres », la Convention devrait s'appliquer.

B. *Définition d'« intermédiaire teneur de compte »*

La question de la définition du terme « intermédiaire teneur de compte » n'avait pas été examinée spécifiquement lors des discussions informelles préalables à la réunion de janvier. En ce qui concerne la définition proposée par le groupe de rédaction, il est important de souligner qu'elle inclut non seulement les *banques centrales* ainsi que les *dépositaires centraux de titres nationaux et internationaux*, mais aussi *toute personne qui maintient des comptes pour autrui au crédit desquels sont inscrits des titres*[25]. L'expression « personne » doit être comprise dans son sens usuel ; en conséquent, elle inclut non seulement des personnes morales mais également des personnes physiques[26] et des sociétés de personnes dépourvues de la personnalité morale. La définition proposée n'est pas liée à un régime réglementaire (tel que des règles relatives à la supervision de l'institution). Les experts ont estimé que ces questions restaient soumises au droit public de l'Etat en question.

L'expression « agissant en cette qualité » a pour objectif d'exclure du champ de la définition les émetteurs qui n'agissent pas en qualité d'intermédiaire teneur de compte. La définition englobe en revanche les cas fréquents où un émetteur est en même temps un intermédiaire teneur de compte pour ses propres titres (par exemple, une grande banque qui émet des actions et les détient en qualité d'intermédiaire pour le compte de ses clients). D'autre part, l'on peut s'interroger si la version actuelle de la définition concorde parfaitement avec quelques régimes de détention spécifiques. Un des régimes qui devra être examiné plus en détail est un régime fréquent dans les pays nordiques. Dans ces pays, les titres peuvent soit être inscrits auprès d'un compte individuel au nom du propriétaire, soit être détenus dans le cadre d'un compte général traditionnel *(omnibus account)*. Lorsque les titres sont inscrits dans un compte individuel tenu auprès d'un DCT au nom du propriétaire, le DCT enregistre également l'identité d'un « administrateur de compte » (habituellement une banque) approuvé par le DCT et qui gère ou administre le compte pour le titulaire. Seul l'administrateur peut disposer des titres. Il paraît évident que ce régime devrait être considéré comme un régime de détention *directe*, puisque le droit du propriétaire est reflété sur le compte auprès du DCT. Cette conclusion s'impose même si l'administrateur maintient dans ses propres livres un relevé des droits des clients pour lesquels il agit en qualité d'administrateur de comptes. Il convient de souligner que de telles inscriptions parallèles ne sont pas un « compte de titres » aux fins de la Convention proposée.

La définition est rédigée de manière plutôt générale. Il a déjà été mentionné qu'elle n'exige pas qu'un intermédiaire teneur de compte soit soumis à un *régime réglementaire* pour être considéré intermédiaire teneur de compte en vertu de la Convention. Ces régimes réglementaires varient d'un Etat à un autre et la Convention proposée n'a pas pour objet d'établir un standard uniforme à cet égard. Aussi demeure-t-elle silencieuse sur les exigences réglementaires. Ces dernières continuent donc à relever du droit national. La définition est aussi générale dans la mesure où elle s'applique théoriquement à n'importe quel intermédiaire ; en d'autres termes, la définition ne contient aucun élément qui traduirait ce qu'il faut entendre par intermédiaire « pertinent ». Cependant, il paraît évident que dans un cas particulier la définition désignera l'intermédiaire auprès duquel le titulaire du compte *a convenu* d'ouvrir un compte de titres[27]. Afin d'éviter tout malentendu et d'assurer la sécurité juridique, une délégation a suggéré suite à la réunion de janvier d'ajouter une définition explicite à cet égard.

C. *Définitions du « compte de titres », du « droit dérivé du compte » et du « titulaire de compte »*

(a) *« compte de titres »*

La définition du « compte de titres » établit qu'il s'agit d'un compte auprès d'un intermédiaire teneur de compte au crédit duquel sont inscrits un ou plusieurs titres. En termes pratiques, il doit être noté que c'est *le nombre* de titres détenus par le titulaire (valeur nominale) qui est porté au crédit d'un tel compte et non *pas la valeur marchande* de ces titres.

(b) *« droit dérivé du compte »*

Deux commentaires importants ont été faits par rapport à cette définition. Premièrement, quelques experts ont souligné que le texte devrait clairement refléter, le cas échéant en ajoutant les termes appropriés, que la Convention s'applique aussi à des opérations portant sur un compte de titres en tant que tel et non seulement à des opérations portant sur des titres ou des droits portant sur des titres inscrits au crédit de ce compte. Deuxièmement, quelques experts ont exprimé leur crainte que l'expression « ensemble des droits » *(aggregate of the rights)* introduise dans le champ d'application de la Convention des aspects *contractuels*, ce qui ne serait pas approprié pour une Convention limitée aux seuls aspects de droits réels. Compte tenu de ces commentaires, l'on peut se demander si la définition ne devrait pas être modifiée. Une autre solution consiste-

[25] Lors des discussions informelles menées après la réunion, il a été suggéré de modifier la définition en vue d'assurer que la Convention ne s'applique pas aux registres maintenus par ou au nom de l'émetteur pour les titres nominatifs.

[26] Cela ne signifie bien évidemment pas que la Convention exige d'un Etat contractant de permettre à une personne physique d'agir en qualité d'intermédiaire teneur de compte. Dans plusieurs Etats (tels que le Luxembourg), il n'est en effet pas permis à une personne physique d'agir en qualité d'intermédiaire teneur de compte. La définition incluse dans la Convention assure simplement que là où des personnes naturelles et des sociétés de personnes sont autorisées à agir en qualité d'intermédiaires teneurs de compte, la Convention demeure applicable.

[27] C'est à dessein que nous utilisons l'expression neutre « convenir » plutôt que l'expression technique « contracter ». Cette dernière expression pourrait en effet soulever des difficultés lorsque l'investisseur fait affaire avec une succursale d'une entreprise multinationale et que cette succursale n'a pas les pouvoirs de passer un accord avec l'investisseur. Dans un tel cas, le contrat devra vraisemblablement être signé par des dirigeants au siège de l'entreprise qui peut être situé dans un Etat avec lequel l'investisseur n'a aucun contact et dont la loi ne devrait dès lors pas s'appliquer aux aspects réels de l'opération entre l'investisseur et le bailleur de fonds / acquéreur. L'investisseur et son cocontractant pourraient être surpris par l'application de cette loi, qui pourrait en outre ne plus refléter le principe de la *lex rei sitae*. Voir aussi ci-dessous, p. 108-110.

cash accounts should *not* fall within the scope of application of the Convention, as the central feature of indirect holding structures would normally not appear in relation to cash. Another group of experts, however, stressed that sometimes, in international central securities depositaries (ICSDs), cash and securities are kept in the same account; they also referred to the fact that the proposed EU Collateral Directive does include cash in its conflict of laws provision. Against this background, excluding cash altogether from the proposed Hague Convention might be an overreaction. The current draft takes an *intermediate approach*. The reference to "*securities* account" excludes from the scope of application cash credited to general "*deposit* accounts". However, where cash is credited as proceeds to a "securities account", the Convention should apply.

B. *Definition of "securities intermediary"*

The question of the definition of a "securities intermediary" had not been specifically addressed during the informal discussions prior to the January meeting. As regards the definition suggested by the drafting group, it is important to note that it does not only include *central banks* and *national and international central securities depositories*, but that it also encompasses *any person who maintains accounts for others to which securities are credited*.[25] The term of "*person*" should be given its ordinary meaning; it thus not only includes legal persons, but also natural persons,[26] unincorporated firms and partnerships. The suggested definition is not tied to regulatory requirements (such as rules relating to supervision). The experts agreed that this was a matter of substantive public law of the jurisdiction concerned.

The qualification expressed by the words "acting in that capacity" is designed to exclude from the definition issuers who are not acting as an intermediary; the definition does, however, encompass the frequent cases where an issuer is at the same time an intermediary for its own securities (*e.g.*, a large bank which issues shares and holds them on its book for its clients). On the other hand, one may wonder whether the current wording perfectly fits with some specific holding patterns. One holding pattern which may require further assessment in this respect is rather frequent in the Nordic States. In these States, securities may be held either in an individual account in the name of the individual owner or under a conventional omnibus account structure. Where securities are held in an individual account at the CSD in the name of the owner, the CSD also notes the identity of an "account manager" (typically a bank), which has been approved by the CSD, and which manages or administers the account on behalf of the account holder. Dispositions may only be made through the account manager. It seems clear that this structure should be treated as a *direct* holding pattern, since the individual owner's account at the CSD constitutes the record of his title; this is the case even if the account manager also maintains parallel records on its own books of the interests of customers for whom it acts as account manager. It needs to be made clear that such parallel records are not "securities accounts" for purposes of the proposed Convention.

The current wording of the definition is couched in general terms. There is, as already mentioned, no reference to the fact that a securities intermediary has to be subject to *regulatory requirements* in order to qualify for the definition. These requirements vary from one jurisdiction to another and the proposed Convention is not designed to establish a uniform standard for such requirements. As a result, the definition is silent on regulatory requirements and they are left to national law. The wording is also general in that it potentially refers to any securities intermediary; in other words, the definition does not contain a reference to what is the "relevant" intermediary. It seems obvious, however, that in an individual case the definition will point to the securities intermediary that has actually *agreed with* the account holder to maintain the securities account.[27] In order to avoid any misunderstanding and to further enhance legal certainty, one delegation has suggested after the January meeting to add a specific definition on this issue to Article 2.

C. *Definition of "securities account", "account right" and "account holder"*

(a) *"securities account"*

The definition of a "securities account" establishes that this is an account with a securities intermediary to which one or more securities are credited. In practical terms, one has to note that what is being credited to a securities account is the *number and nominal amount* of securities held by the account holder, rather than the current market value of these securities.

(b) *"account right"*

Two principal comments have been made in relation to this definition. First, some experts were concerned that it be made clear, if necessary by additional wording, that the Convention covers dispositions in respect of a securities account as a whole and not merely securities or interests in securities credited to a securities account. Secondly, some experts were concerned that the use of the phrase "aggregate of the rights" within this definition would import into the proposed Convention issues relating to *contractual* rights, which would not be appropriate for a Convention confined to proprietary matters. In the light of these comments, it is for further consideration whether the definition of "account right" should be amended. Alternatively, consideration might be given to omitting the

[25] In subsequent informal discussions, it has been suggested that the reference should be amended so as to ensure that the Convention does not apply to cover the register maintained by or on behalf of the issuer itself in respect of registered securities.

[26] This of course does not mean that the Convention requires a Contracting State to allow a natural person to act as a securities intermediary. In several countries (such as Luxembourg), it is indeed not permitted for a natural person to act as a securities intermediary. The Convention's definition merely ensures that where natural persons, unincorporated firms and partnerships are allowed to act as securities intermediaries, the Convention may be applicable.

[27] We deliberately use the neutral expression "agreed with" rather than the technical term "contracted with". The latter expression might indeed create problems when the investor deals with a multi-national corporation's branch that has no contractual powers to actually sign and enter into any agreement with the investor. In such a case, the contract will presumably have to be signed by headquarter executives, who may be located in a jurisdiction with which the investor has no contact at all and whose law, therefore, should not apply to the proprietary aspects of the investor's transaction with a lender / purchaser. Not only may this law come as a surprise to the investor and its counterparty, it may not even be regarded as any longer a proper reflection of the *lex rei sitae* principle. See also *infra*, pp. 109-111.

rait à supprimer les termes définis et à modifier les articles pertinents en introduisant l'expression de « titres détenus auprès d'un intermédiaire », qui pourrait alors être définie comme incluant des titres et des droits se rapportant à des titres inscrits au crédit d'un compte.

(c) *« titulaire de compte »*

Le « titulaire de compte » est une personne, c'est-à-dire un investisseur sur le compte duquel un ou plusieurs titres ont été crédités. Ici encore, l'expression « personne » doit être entendue dans son sens usuel. Elle inclut dès lors non seulement les personnes morales, mais aussi les personnes physiques et les sociétés de personnes dépourvues de la personnalité morale.

D. *« Transfert »*

L'expression « transfert » a pour objectif de donner à la Convention un *champ d'application large* dans le sens que celle-ci s'applique à tout acte ou disposition qui, en vertu du droit applicable, constitue un transfert d'un *droit réel* sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Dans ce sens large, le transfert peut prendre la forme d'une *opération de constitution de sûreté ou d'une vente*. La règle de conflit de lois prévue par la Convention s'applique à ces *deux catégories*. Toutefois, la portée du terme « transfert » ne saurait étendre le champ d'application de la Convention au-delà des aspects réels d'une opération portant sur des titres intermédiés. En particulier, le sens large donné à l'expression « transfert » ne peut conduire à l'application de la Convention aux aspects *contractuels* d'une telle opération.

En ce qui concerne les *opérations de constitution de sûreté*, il doit être souligné qu'il existe aujourd'hui de nombreuses possibilités de lever des fonds et de se couvrir contre le risque de crédit. En effet, le *nantissement* ne constitue pas la seule forme de garantie (le texte préliminaire de la Convention contient une définition spécifique du nantissement, voir les commentaires ci-dessous, sous la lettre E) : une sûreté peut également être constituée par le moyen d'un *transfert en pleine propriété à titre de garantie*. La pleine propriété sur les titres est alors transférée au bénéficiaire de la sûreté qui reste cependant soumis à une obligation contractuelle de restituer des titres équivalents. De tels *transferts en pleine propriété à titre de garantie* tombent sous l'expression « transfert en pleine propriété », pour laquelle la Convention ne contient pas de définition spécifique (contrairement à l'expression « nantissement »). L'on peut notamment citer comme exemples d'un tel *transfert en pleine propriété à titre de garantie* les « opérations de pension », les « opérations d'achat-vente », les « prêts de titres » ainsi que les contrats d'échange utilisant un transfert en pleine propriété. Ces mécanismes sont largement utilisés comme moyen de garantie et, le cas échéant, doivent être assimilés à la constitution de sûreté même si, techniquement, ils ne donnent pas lieu à un nantissement *(pledge over the collateral)*. Les *actes de vente* constituent la seconde catégorie des opérations conduisant à un transfert en pleine propriété. Certes, en pratique, les questions les plus importantes ont tendance à survenir en relation avec des opérations de constitution de sûretés. Cependant, pour les besoins de la détermination de la loi applicable, il n'y a aucune raison de distinguer entre les *opérations de constitution de sûretés* et les *ventes*. Dès lors, la règle de conflit de lois prévue dans la Convention devra s'appliquer à ces deux catégories. Plusieurs experts ont indiqué que ce double caractère de la Convention serait plus adéquatement reflété si la référence à l'expression « en pleine propriété » était supprimée. D'autres ont souligné l'importance d'éviter une formule qui pourrait servir de prétexte à l'argument qu'un *transfert en pleine propriété à titre de garantie* doit être « recaractérisé » de *nantissement* compte tenu de sa fonction économique ou de ses effets.

E. *« Nantissement »*

L'expression « nantissement » est utilisée comme terme générique et désigne à la fois les *sûretés avec dépossession* et les *sûretés sans dépossession* (comme les hypothèques mobilières ou gages qui figurent expressément dans la définition)[28]. Quelques experts ont proposé que cette double portée soit rendue explicite dans la définition. Dans le cadre d'un nantissement *(pledge)*, le constituant de la sûreté reste propriétaire des titres nantis.

F. *« Opposabilité »*

La seule hésitation exprimée par rapport à la définition proposée est qu'elle est *limitée aux tiers* (c'est-à-dire aux personnes qui ne sont pas parties à la transaction). Cela pourrait, le cas échéant, conduire à l'application d'une autre loi que PRIMA dans des cas qui n'impliquent que les seules parties à la transaction (tel que dans le cas d'une *vente*)[29]. En substance, il ne fait aucun doute que la même loi (PRIMA) devrait s'appliquer aussi bien aux ventes qu'à toute opération de constitution de sûreté.

G. *« Administrateur de l'insolvabilité » et « procédure d'insolvabilité »*

Les définitions proposées de ces deux termes sont identiques à l'article 5(e) et (f) du Projet de Convention de la CNUDCI sur la cession de créances dans le commerce international. Ces deux définitions comprennent les procédures de réorganisation. A première vue, ces définitions apparaissent suffisamment larges pour couvrir différentes sortes de procédures d'insolvabilité, indépendamment (i) du débiteur, (ii) des raisons qui ont conduit à la procédure, et (iii) du fait que la procédure soit de nature volontaire ou non.

H. *Article 2, alinéa 2*

Ce paragraphe ne figurait pas dans le projet initial de janvier. Il a été ajouté au projet de février pour préciser que la Convention s'applique également à tout transfert *partiel* de droits détenus par un titulaire de compte. Ceci ne doit pas être compris comme un changement substantiel, mais comme une simple clarification de l'expression « droits

[28] Voir Document préliminaire No 1, p. 18. Comme il a déjà été mentionné dans le Document préliminaire No 1, nous sommes parfaitement conscients qu'un « nantissement » ne visait à l'origine que les seuls droits constitués *avec dépossession* portant sur des biens corporels. A cause de la confusion qui peut entourer le terme *« security interest »* dans un contexte international et multilingue, il paraissait néanmoins préférable d'utiliser le terme « nantissement » et d'élargir délibérément son sens traditionnel pour inclure les droits *sans dépossession*.

[29] La définition de « l'opposabilité » qui figurait à l'art. 5, let. (c) du projet de janvier a été insérée dans l'art. 2 puisque ce terme est utilisé à l'art. 9 (« lois d'application immédiate »). Aucune modification substantielle n'a été effectuée.

defined term and instead amending the text of the operative provisions and using a phrase such as "indirectly held securities" which could be defined to include securities and interests in securities credited to a securities account.

(c) *"account holder"*

The "account holder" is a person, *i.e.*, the investor to whose securities account one or more securities are credited. Here again, the term of *"person"* should be given its ordinary meaning; it thus not only includes legal persons, but also natural persons, unincorporated firms and partnerships.

D. *"Disposition"*

The use of the word "disposition" is intended to give the Convention a *broad* scope of application in the sense that the latter extends to any act or dealing which, as a matter of applicable law, constitutes a *proprietary* disposition of indirectly held securities. In this broad sense, a disposition can be part of either a *collateral transaction* or a *sale*. The conflict of laws rule embodied in the Convention applies to *both* these categories. However, the broad meaning of the term "disposition" may not be construed as extending the Convention's scope beyond the proprietary aspects of a transaction over indirectly held securities; in particular, it may not be construed as applying the Convention to *contractual* aspects of such transactions.

As regards *collateral transactions*, one has to note that in today's economy there are numerous ways of raising money and obtaining protection against credit exposure. Not all the ways of obtaining such protection operate through the *pledge* mechanism (for which the tentative draft contains a specific definition, see *infra*, under E): some use a *title transfer* mechanism, under which ownership of the collateral is transferred outright to the collateral taker, who only has a contractual obligation to redeliver equivalent securities. These title transfer mechanisms fall under the expression "outright transfer of title", for which there is no specific definition in the Convention (contrary to the reference to "pledge"). Examples of such title transfer arrangements include "repurchase agreements", "buy / sell-back" transactions, "securities loans", and swap transactions collateralised by means of a title transfer structure. Such title transfer arrangements are widely used to fulfil a security function, and where they do so, they are to be regarded as collateral transactions, even if – technically speaking – they do not create a pledge over collateral. Such "title transfer mechanisms", however, form only *one part* of the transactions which lead to an outright transfer of title. The other part, obviously, is formed by *sales*. It is true that, in practice, the most significant issues tend to arise in relation to collateral transactions. However, for the purpose of determining the applicable law, there is no reason to distinguish *collateral transactions* from *sales*. Hence, the conflict of laws rule embodied in the Convention applies to *both* these categories. Some experts have suggested that this two-fold character of the Convention would be more adequately expressed if the reference to "outright" transfers were deleted. Other experts have emphasised the desirability of avoiding a formulation which could provide support for arguments that a transfer of title ought to be "recharacterised" as a *pledge* by reference to its economic purpose or effect.

E. *"Pledge"*

The word "pledge" is used as a generic term and includes not only *possessory* security interests but also *non-possessory* forms of security interests (such as mortgages and charges, which are expressly referred to).[28] Some experts have suggested that this be made explicit in the definition. Under a pledge, the collateral provider retains ownership of the securities pledged.

F. *"Perfection"*

The only concern expressed with regard to the proposed definition is that it is limited to *third parties*; this could possibly lead to the application of a law other than PRIMA where only the parties to the transaction are involved (such as in the case of an outright sale).[29] In substance, there is no doubt that the same law (PRIMA) should apply to both outright sales and any form of collateral transactions.

G. *"Insolvency proceedings" and "insolvency administrator"*

The proposed definitions of these terms are identical to Article 5 letters (e) and (f) of the *UNCITRAL Draft Convention on assignment of receivables in international trade*. Both these definitions include reorganisation procedures. At first sight, they appear to be broad enough to cover different kinds of insolvency proceedings, irrespective of (i) the debtor, (ii) on which grounds the proceedings may be opened and (iii) whether the proceedings are voluntary or involuntary.

H. *Article 2, paragraph 2*

This paragraph did not appear in the initial January draft. It has been added to the February draft with a view to clearly indicating that the Convention applies equally to a *partial* disposition of an account holder's rights. This was not thought to be a change of substance, but to be a mere clarification, given the definition of "account right" as the

[28] See Prel. Doc. No 1, p. 19. As already mentioned in Prel. Doc. No 1, it is fully recognised that the term "pledge" was originally limited to *possessory* interests in physical property only. Because of the potential confusion surrounding the expression "security interest" in an international (and multilingual) context, it seems nevertheless preferable to use the term "pledge" and to deliberately extend its traditional meaning so as to cover non-possessory interests as well.

[29] The definition of "perfection" has been moved from the old Art. 5, subpara. (c) of the January draft because the term is used in Art. 9 (International mandatory rules). No change of substance has been made.

dérivés du compte » qui désigne l'ensemble des droits résultant de l'inscription de titres au crédit du compte. L'introduction de cette modification paraissait plus simple que d'ajouter à chaque fois aux articles substantiels l'expression « ou tout droit portant sur un droit dérivé du compte »[30].

I. *Article 2, alinéa 3*

Ce paragraphe, qui a été ajouté au projet de février, tend avant tout à assurer que le transfert d'un droit dérivé du compte comprend un transfert vers ou en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte. Au cours des travaux informels consécutifs à la présentation du projet de février, une délégation a suggéré que ce paragraphe soit modifié pour inclure des *transferts de plein droit,* tels que les droits de rétention naissant à l'occasion d'une procédure de compensation ou de règlement. D'autres se sont interrogé sur la pertinence de cette proposition, soulignant que les principes de conflit de lois applicables aux transferts de plein droit pourraient être différents de ceux applicables aux dispositions entre parties. Cela devra être clarifié au cours du processus de négociation à venir.

Article 3 : Détermination de la loi applicable

A. *Remarques générales*

L'article 3 est une disposition clé car elle introduit PRIMA dans la Convention. Comme il a déjà été indiqué, les experts ont unanimement reconnu PRIMA comme facteur de rattachement approprié à inclure dans la future Convention. L'approche de la transparence n'a reçu aucun soutien[31].

PRIMA reflète la réalité du système de détention indirecte et est conforme au principe juridique selon lequel la loi applicable aux aspects réels devrait être la loi du lieu où le titre de propriété est inscrit et où, par conséquent, des actes portant sur les biens peuvent effectivement être exécutés. Dans les systèmes de détention indirecte, le titre de propriété d'un investisseur est inscrit auprès de l'intermédiaire avec lequel l'investisseur a une relation directe. Dès lors, toute disposition des titres en faveur d'un bénéficiaire d'une sûreté ou d'un acquéreur apparaîtra dans les livres de l'intermédiaire direct de l'investisseur. Cela suggère une approche fondée sur la loi du lieu de cet intermédiaire.

Ainsi, PRIMA peut légitimement être considéré comme une mise à jour du principe traditionnel de la *lex rei sitae*[32]. Cette conclusion s'impose même lorsque des certificats ont été émis et sont conservés dans le coffre-fort d'un DCT situé dans une juridiction différente de celle de l'intermédiaire. Il est vrai que dans une telle situation, l'on pourrait soutenir que le lieu de situation physique des certificats détermine la *lex rei sitae*. L'on peut toutefois légitimement rétorquer à cet argument que la justification ultime du principe de la *lex rei sitae* est l'application de la loi du lieu où les actes portant sur les biens peuvent *effectivement être exécutés*. Dans un régime de détention indirecte, ce lieu ne peut être que le lieu de *l'intermédiaire pertinent,* c'est-à-dire le lieu du compte (voir ci-dessous, commentaires portant sur l'art. 4), et non le lieu où se trouvent les certificats physiques, où l'investisseur n'est même pas connu et la transaction ni enregistrée ni notifiée[33].

Enfin, l'on peut ajouter à propos du projet de rédaction de l'article 3 que la référence aux « aspects de droit réel » a été introduite dans le projet de février en vue d'assurer la conformité avec les articles 1 et 5. Il ne s'agit pas d'un changement sur le fond.

B. *Situation impliquant plusieurs intermédiaires*

L'article 3 est rédigé en termes généraux dans le sens où il renvoie à l'intermédiaire teneur de compte *pertinent* sans toutefois définir ou indiquer clairement quel est l'intermédiaire qui doit être considéré comme étant l'intermédiaire *pertinent*. Il a déjà été mentionné que dans un cas individuel, la définition désignera l'intermédiaire teneur de compte avec lequel le titulaire a convenu d'ouvrir un compte de titres[34]. En vue d'éviter tout malentendu et d'augmenter la certitude à cet égard, une délégation a proposé, lors des travaux informels menés à la suite de la réunion de janvier, qu'une définition spécifique portant sur l'intermédiaire *pertinent* soit ajoutée à l'article 2[35].

Lors de la réunion de janvier ainsi que des travaux informels effectués depuis, plusieurs experts ont souligné que la Convention devrait expressément traiter de la situation où plusieurs intermédiaires sont impliqués dans une transaction. Dans de telles situations, il n'est en effet pas évident de savoir qui doit être qualifié d'intermédiaire *pertinent*. Cela s'applique tout particulièrement aux situations dans lesquelles le constituant de la sûreté et le bénéficiaire de la sûreté détiennent leurs droits par le biais d'intermédiaires différents et les titres donnés en garantie font l'objet d'un transfert en pleine propriété[36]. Dans un tel cas de figure, les droits du constituant de la sûreté (vendeur) ne sont pas cédés *directement* au bénéficiaire de la sûreté (acquéreur) puisque le constituant de la sûreté (vendeur) ne détient à aucun moment ses droits par le biais du même intermédiaire que le bénéficiaire de la sûreté (acquéreur). Au lieu de cela, le constituant de la sûreté (vendeur) donne l'ordre à son intermédiaire de transférer les droits sur les titres à l'intermédiaire du bénéficiaire de la sûreté (acquéreur), en vue de les créditer au compte du bénéficiaire de la sûreté (acquéreur).

Dans le Document préliminaire No 1, nous suggérions qu'en vertu de PRIMA, les aspects réels de chacune de ces trois étapes soient soumis à une *loi différente*[37]. *Ainsi, la question décisive qui consiste à savoir si le cessionnaire (bénéficiaire de la sûreté / acquéreur) acquiert un droit valable sur les titres est soumise à la loi de son propre intermédiaire.* Cela semble approprié puisque les titres sont en dernier lieu crédités dans les livres de l'intermédiaire du cessionnaire.

---

[30] Si toute référence aux « droits dérivés du compte » devait être supprimée dans la Convention (voir les commentaires ci-dessus, p. 96), l'art. 1, al. 2, ne serait maintenu.

[31] Voir ci-dessus, p. 88.

[32] Les origines de la *lex rei sitae* peuvent être retracées jusqu'aux travaux des statutistes, plus précisément d'Aldricus (fin 12ème / début 13ème siècle) et surtout de Bartolus (13ème / 14ème siècle) ; le principe a ensuite été confirmé par Savigny (19ème siècle).

[33] Voir Doc. prél. No 1, p. 38 et s.

[34] Voir note de bas de page 27 et le texte s'y rapportant.

[35] Voir ci-dessus, p. 96.

[36] Les experts engagés dans les négociations renvoient communément au « problème de la page 37 » en référence à la page à laquelle le problème était examiné dans le Document préliminaire No 1 lors de sa diffusion aux Etats membres, dans une édition provisoire. Ce document est désormais publié dans le présent tome des Actes et documents et a été repaginé en conséquence. Le « problème de la page 37 » figure maintenant aux pages 46-48 du présent volume.

[37] Voir Document préliminaire No 1, p. 46-68.

aggregate of the rights represented by the credit of securities to a securities account. Making this change appeared less cumbersome than adding references to "any interest in an account right" throughout the substantive provisions of the Convention.[30]

I. *Article 2, paragraph 3*

The basic purpose of this paragraph, which was included in the February draft, is to ensure that a disposition of an account right includes a disposition to or in favour of the account holder's own securities intermediary. During the course of the informal work undertaken subsequent to the presentation of the February draft, one delegation suggested that this paragraph be amended so as to include *transfers by operation of* law, such as liens arising during the clearing and settlement process. Others questioned this proposal, stressing that the conflict of laws principles applicable to transfers by operation of law might be different from those applicable to dispositions *inter partes*. This will have to be clarified in the further negotiation process.

Article 3: Determination of the Applicable Law

A. *General comments*

Article 3 is a key provision because it incorporates PRIMA into the Convention. As already mentioned, the experts unanimously supported PRIMA as the appropriate connecting factor to be included in the future Convention, and no support was given to the "look-through" approach.[31]

PRIMA reflects the reality of the indirect holding system and follows the sound legal principle that the law applicable to proprietary matters should be the law of the place where the record of title is maintained and where, therefore, orders in respect of the property can be *effectively enforced*. In indirect holding systems, the record of an investor's title is maintained by the intermediary with whom the investor has an immediate relationship and any disposition of the investor's interest in favour of a collateral taker or purchaser will therefore appear on the books of the investor's immediate intermediary. This suggests an approach that looks to the law of the place where that intermediary is located.

Against this background, PRIMA may legitimately be regarded as an updated application of the traditional *lex rei sitae principle*.[32] This applies even to situations where certificates have been issued and are kept in the CSD's vault located in a different jurisdiction to that of the intermediary. It is true that in such a situation, one might argue that the physical location of the certificates determines the *lex rei sitae*. Such a deduction, however, can legitimately be challenged by reference to the ultimate justification of the *lex rei sitae* principle, *i.e.*, the application of the law of the place where orders in respect of the property can be *effectively enforced*. Within an indirect holding structure, this place can only be the *place of the relevant intermediary, i.e., the place of the account* (see *infra* comments on Art. 4), not the place of the location of the physical certificates, where the investor is not even known and the transaction not recorded or reported.[33]

Finally, as regards the draft language of Article 3, one may add that the reference to "proprietary aspects" has been incorporated into the February draft with a view to ensuring conformity with Articles 1 and 5. This is not intended to be a change of substance.

B. *Fact pattern involving several intermediaries*

Article 3 is drafted in rather general terms in the sense that it refers to the *relevant* securities intermediary without actually defining or indicating who is to be regarded as the *relevant* intermediary. It has already been mentioned that in an individual case, the definition will point to the securities intermediary that has agreed with the account holder to maintain the securities account.[34] In order to avoid any misunderstanding and enhance certainty, one delegation suggested during the informal working process after the January meeting that a specific definition on the *relevant* intermediary be added to Article 2.[35]

At the January meeting and during the informal working process subsequent to it, several experts stressed that the Convention should specifically address the situation where several intermediaries are involved in a transaction. In these situations, it is indeed not obvious who has to be regarded as the *relevant* intermediary. This applies in particular to the situation where the collateral provider and the collateral taker hold through different intermediaries and the collateral is provided by way of title transfer.[36] Under such a holding pattern, the collateral provider's (seller's) interest is not transferred *directly* to the collateral taker (purchaser), since the collateral provider (seller) never holds an interest with the same intermediary as the collateral taker (purchaser). Instead, the collateral provider (seller) instructs its intermediary to transfer interests to the collateral taker's (purchaser's) intermediary, with a request to the latter to credit the collateral taker's (purchaser's) account.

In Preliminary Document No 1, we suggested that under PRIMA the proprietary aspects of each of the three stages of this transfer process should be governed by a *different law*.[37] Against this background, *the decisive question as to whether the transferee (collateral taker / purchaser) acquires a valid interest is subject to the law of its own intermediary*. This seems appropriate as the securities are ultimately credited on the books of the transferee's intermediary.

---

[30] If references to "account rights" were deleted from the Convention (see the comments *supra*, p. 97), Art. 1, para. 2, would have to be removed altogether.

[31] See *supra*, p. 89.

[32] The *lex rei sitae* principle can be traced back to the work of the statutists, more precisely to Aldricus (late 12th / beginning 13th century) and, in particular, to Bartolus (13th / 14th century); the principle was later confirmed by Savigny (19th century).

[33] See Prel. Doc. No 1, p. 39 *et seq.*

[34] See footnote 27 and accompanying text.

[35] See *supra*, p. 97.

[36] The experts participating in the negotiations refer generally to the "page 37 problem" when making reference to the page at which this problem was examined in Preliminary Document No 1 when distributed among the Member States in a provisional version. This document is now published in this volume of the Proceedings and has been repaginated as a result. The "page 37 problem" can now be found on pages 47-49 of this volume.

[37] See Prel. Doc. No 1, p. 47-49.

Lors de la réunion de janvier, une délégation s'est toutefois demandée si le principe de l'application de plusieurs facteurs de rattachement était vraiment approprié. Cette délégation a souligné qu'il pourrait y avoir une contradiction entre les différentes lois impliquées : se poserait notamment la question de savoir ce qu'il adviendrait si la loi de l'intermédiaire du constituant de la sûreté (vendeur) déclare le transfert comme nul alors que le même transfert est valide en vertu de la loi de l'intermédiaire du bénéficiaire de la sûreté (acquéreur). La solution suggérée dans le Document préliminaire est de *distinguer les différentes étapes de la transaction.* Une telle approche conduirait vraisemblablement à la solution suivante dans le cas évoqué :

La question de savoir si les droits du constituant de la sûreté (vendeur) sur la masse de titres détenus par son intermédiaire sont valablement éteints relève de la loi de cet intermédiaire ; la question de savoir si la quote-part des droits de cet intermédiaire sur la masse de titres des participants de l'intermédiaire du niveau supérieur a été valablement cédée à l'intermédiaire du bénéficiaire de la sûreté relève de la loi de cet intermédiaire supérieur ; enfin, la question de savoir si le bénéficiaire de la sûreté (acquéreur) acquiert un droit valable sur la masse de titres détenus par son intermédiaire relève de la loi de cet intermédiaire. Toutefois, la question de savoir si un vice, tel que défini par la loi du constituant de la sûreté (vendeur), se répercutera sur la deuxième étape au point de la remettre en cause ou de l'annuler relèvera de la loi de l'intermédiaire supérieur. De même, la question de savoir si un vice, tel que défini par la loi de l'intermédiaire supérieur (en cela compris, le cas échéant, un vice résultant du fait que cette loi qualifie un vice dans la première étape comme affectant la deuxième étape) se répercutera sur la troisième étape au point de la remettre en cause ou de l'annuler relèvera de la loi de l'intermédiaire du bénéficiaire de la sûreté (acquéreur).

De toute évidence, l'avis des experts sur cette question particulière peut varier et d'autres discussions sont sans aucun doute nécessaires. De fait, lors des travaux informels qui ont suivi la réunion de janvier, plusieurs autres experts ont également souligné l'importance de cette question précise qui devra être examinée à nouveau en temps voulu.

Une fois l'intermédiaire *pertinent* identifié, il reste encore à déterminer le lieu où est situé cet intermédiaire pour les besoins de PRIMA. Cette question cruciale fait l'objet de l'article 4 du projet soumis.

Article 4 : Détermination du lieu de situation de l'intermédiaire teneur de compte pertinent

Une grande partie des discussions de la réunion de janvier portait sur la localisation de l'intermédiaire pertinent. Cette question s'est rapidement révélée être la véritable « pierre d'achoppement » de la réunion et des travaux informels menés depuis[38]. Le caractère crucial de cette question n'est guère surprenant et devait être anticipé, puisque c'est la détermination du lieu de l'intermédiaire teneur de compte pertinent qui va conduire à la mise en œuvre concrète du principe PRIMA et donc conduire à la désignation de la loi applicable. Aussi, la question de savoir comment localiser l'intermédiaire est-elle au centre même du projet. Les débats de la réunion de janvier ont montré qu'il convient de distinguer plusieurs aspects. Ces différents aspects seront évoqués dans les commentaires ci-dessous.

A. *Les principes approuvés*

(a) *« Lieu de l'intermédiaire teneur de compte pertinent » = « lieu où est tenu le compte de titres »*

Premièrement, les experts sont tombés d'accord pour dire que la détermination du lieu de l'intermédiaire teneur de compte pertinent devait être liée au lieu où est tenu *le compte* au crédit duquel sont inscrits les titres. C'est en effet sur le *compte* que les droits du bénéficiaire de la sûreté ou du cessionnaire seront enregistrés et que ce droit pourra, par conséquent, être exécuté. Etant donné que le lieu à prendre en considération est en réalité le lieu du *compte,* certains experts ont suggéré de supprimer la référence contenue à l'article 3 au lieu de l'intermédiaire teneur de compte pertinent et de la remplacer par une référence explicite *au lieu du compte de titres.* Un tel remaniement, qui conduirait à exprimer directement la réponse donnée à la principale question soulevée par la Convention, pourrait certes être perçu comme une simplification bienvenue ; cependant, l'on peut également se demander si la suppression de la seule référence explicite à PRIMA n'introduirait pas un élément d'incertitude dans la Convention et ne conduirait pas les experts et praticiens à s'interroger sur l'approche effective prise dans la Convention. Le principe PRIMA est désormais si largement accepté que les experts et praticiens chercheront vraisemblablement une mention explicite à cet égard dans la Convention elle-même. Aussi, la suppression de l'article 3 pourrait-elle être préjudiciable. Cela étant, l'approche « en deux temps » proposée en janvier paraît acceptable, sous réserve bien évidemment de définir clairement les expressions « intermédiaire teneur de compte » et « compte de titres ». Peut-être le problème peut-il être résolu en modifiant quelque peu le texte, afin de préciser que le concept de l'intermédiaire teneur de compte pertinent renvoie au lieu de l'établissement de l'intermédiaire, désigné par le concept mentionné à l'article 4.

(b) *Prévisibilité*

Deuxièmement, les experts ont unanimement souligné l'importance de la prévisibilité, c'est-à-dire le besoin pour les parties à une transaction de connaître *au préalable* le lieu où le compte est maintenu. Cette certitude préalable est essentielle pour répondre aux besoins des acteurs intervenant sur les marchés financiers et qui doivent à tout prix connaître la loi applicable aux aspects réels d'une opération, puisque c'est cette loi qui déterminera les conditions nécessaires à la création d'un droit opposable aux tiers[39]. Dans un premier temps, les experts n'étaient cependant pas unanimes sur la manière de réaliser cet objectif. Un premier groupe de délégations proposait une *solution fondée sur la seule autonomie de la volonté des parties au contrat de conservation* (loi désignée dans le contrat ou lieu spécifié dans le contrat). Une délégation a en outre souligné que le principe de l'autonomie des parties ne devrait être sujet à aucune condition de lien particulier entre le lieu ainsi désigné et les autres aspects de la transaction. Un deuxième groupe d'experts a toutefois expliqué qu'il ne serait pas en mesure d'accepter le principe en vertu duquel les parties pourraient choisir librement la loi applicable aux aspects réels d'une transaction et d'invoquer cette loi à l'encontre d'un tiers. Il doit en effet être

[38] La plus grande partie des travaux effectués préalablement à la réunion de janvier avait déjà porté sur cette seule question.

[39] Sur cette question, voir aussi ci-dessous, p. 106.

During the January meeting, however, one delegation questioned whether the principle of using multiple connecting factors for the transfer process would indeed be appropriate. This delegation stressed that there might be a disharmony between the various laws involved: there is in particular the question as to what would happen if the law of the collateral provider's (seller's) intermediary would regard the transfer of title as invalid, whereas the same transfer would be regarded as valid by the collateral taker's (purchaser's) intermediary? The solution suggested in the Preliminary Document is to *differentiate among the various elements of the transaction*; such an approach would presumably lead to the following solution in the case mentioned:

Whether the collateral provider's (seller's) interest in its intermediary's pool of customer securities is validly extinguished is a matter of the law of this intermediary; whether the appropriate proportion of this intermediary's interest in the higher-placed intermediary's pool of participants' securities is validly transferred to the collateral taker's (purchaser's) intermediary is a matter of the law of the place of the higher-placed intermediary; finally, whether the collateral taker (purchaser) acquires a valid interest in its intermediary's pool of customer securities is a matter of this intermediary's law. However, whether any defect under the law of the collateral provider's (seller's) intermediary will flow through so as to impair or invalidate the second element of the transaction will be a matter of the law of the higher-placed intermediary. Likewise, whether any defect under the law of the higher-placed intermediary (including, if applicable, a defect arising because that law recognises a defect in the first element of the transaction under the first intermediary's law as infecting the second element) will flow through so as to impair or invalidate the third element will be a matter of the collateral taker's (purchaser's) intermediary.

Obviously, experts may have a different opinion on this particular issue and further discussion is undoubtedly needed. As a matter of fact, during the informal working process after the January meeting, several other experts have also stressed the importance of this particular issue, which will have to be addressed in due course.

Once the *relevant* intermediary has been identified, one still has to determine where this intermediary is actually located for purposes of PRIMA. This cardinal question is dealt with in Article 4 of the proposed draft.

Article 4: Determination of the Place of the Relevant Securities Intermediary

Much of the discussion during the January meeting related to the question of how to locate the relevant intermediary. In fact, this question rapidly turned out to be the authentic *pièce de résistance* of the meeting and of the subsequent informal discussions.[38] The crucial role of this question is hardly surprising and indeed had to be expected, as the determination of the intermediary's actual location will eventually put the PRIMA concept in a concrete form and lead to the designation of the law applicable. The problem of how to locate the intermediary is therefore at the very heart of the project. The discussion during the meeting showed that several aspects need to be distinguished. These aspects will be addressed separately in the following comments.

A. *The principles agreed upon*

(a) *"Place of the relevant intermediary" = "place where the securities account is maintained"*

First, the experts agreed that the localisation of the relevant securities intermediary should be linked to the place of the *account* to which the securities are credited. It is indeed on the *account* that the collateral taker's or transferee's interest will be recorded and where this interest may therefore eventually be enforced. As the ultimate place to look at is the place of the account, some experts suggested that the reference in Article 3 to the place of the relevant securities intermediary should be deleted and replaced by an explicit reference to the place of the securities account. While this might be perceived as a welcome simplification, focusing directly on the rationale underlying the main issue of the Convention, one may equally wonder if the deletion of the only express reference to PRIMA would not introduce an element of uncertainty and cause experts and practitioners to hesitate as to which approach has actually been taken in the Convention. PRIMA has become so widely accepted that experts and practitioners will presumably look for an explicit reference to it in the Convention itself. Against this background, the deletion of Article 3 may turn out to be counterproductive and the "two stage approach" may well be acceptable, subject of course to clear definitions of the terms "securities intermediary" and "securities account". Perhaps the matter can be resolved by a small change in drafting technique to clarify that the concept of the place of the relevant securities intermediary means the place of the particular office of the securities intermediary identified under the Article 4 test.

(b) Ex ante *certainty*

Secondly, there was consensus among the experts on the need for *ex ante* certainty, *i.e.*, the need for the parties to a transaction to be in a position to establish *beforehand* where the account is being maintained. This *ex ante* certainty is essential to meet the needs of market participants, who need to know which law applies to the proprietary aspects of the transaction and hence determines the perfection requirements to be fulfilled.[39] Initially, there was however no full agreement among the experts on how to achieve this goal. Some delegations wanted the test to be the jurisdiction of the *law chosen by the parties to the custody agreement* or of the place specified by the parties to the custody agreement as the location of the account; along with this principle, one delegation stressed that the ability to designate the law applicable should not be subject to any requirement for a connection between the place designated in the agreement and the other facts of the transaction. Other delegations, however, explained that they could not accept a test that would allow parties freely to choose the law applicable to the proprietary aspects of a transaction and to invoke this choice against third

[38] Most of the informal work conducted prior to the January meeting had already focused on this single issue.

[39] On this issue, see also *infra*, p. 107.

souligné que même si plusieurs Etats, dont le système juridique est fondé sur la tradition germano-romaine, admettent le principe de l'autonomie de la volonté des parties en matière de droits réels, aucun de ces Etats ne semble admettre qu'un tel choix puisse être invoqué à l'encontre de tiers.

A cela, il a été rétorqué qu'il n'était pas approprié d'utiliser le concept « d'autonomie de la volonté des parties » dans ce contexte, car cela pourrait laisser sous-entendre que les parties à *l'opération de sûreté* ou à la *vente* peuvent déterminer, d'un commun accord, la loi applicable aux aspects réels de leur transaction. Or cela n'avait jamais été suggéré, même pas dans le droit interne des Etats favorisant une solution qui conduirait à l'application de la loi désignée par les parties au *contrat de conservation*[40]. Il apparaît dès lors qu'il n'est effectivement **pas approprié de renvoyer au concept de « l'autonomie de la volonté des parties » dans le contexte de l'article 4 proposé**. En vertu de cet article, ce sont l'*investisseur* (titulaire du compte) et son *intermédiaire* qui ont la faculté de désigner la loi applicable en renvoyant au lieu du compte. En revanche, en vertu du concept de l'autonomie de la volonté des parties, la possibilité de choisir la loi applicable aux divers aspects de la transaction serait offerte à *l'investisseur* et au *bénéficiaire de la sûreté* ou *cessionnaire*. Or ce n'est pas ce qui est suggéré à l'article 4 : cette disposition offre simplement à l'investisseur et à son intermédiaire la possibilité de *désigner le lieu du compte*[41]. Cependant, il doit être souligné qu'une telle désignation du lieu du compte a bien évidemment un « effet réflexe » sur la transaction conclue entre l'investisseur et le bénéficiaire de la sûreté ou le cessionnaire, puisque c'est cette désignation qui conduirait à la loi s'appliquant aux aspects réels de la transaction. Mais il serait étrange de placer cette désignation sous le titre de « l'autonomie de la volonté ». **En vue d'éviter tout autre malentendu, il est suggéré de placer la solution proposée – fondée sur la relation ente l'investisseur et son intermédiaire – sous le titre de l'approche dite « consensuelle ».**

B. *Le compromis de la réunion de janvier*

Lors de la réunion de janvier, les experts sont parvenus au compromis suivant : les parties au contrat de conservation devraient avoir la possibilité de désigner le lieu du compte, mais le lieu ainsi désigné doit impérativement correspondre au lieu où le compte est effectivement tenu. Cette condition doit permettre d'éviter qu'un tiers ne subisse un préjudice causé par une désignation artificielle ou factice de ce lieu. C'est uniquement à ces conditions que PRIMA peut être considéré – et accepté – comme un reflet moderne du principe traditionnel de la *lex rei sitae*. **Ignorer le principe de la *lex rei sitae* en faveur d'une « approche consensuelle illimitée » serait perçu comme ayant de sérieuses implications sur des principes de droit international privé fortement enracinés dans plusieurs Etats**[42].

Nous pensons que ce compromis devrait permettre de rallier la position initialement défendue par ceux favorisant une approche consensuelle illimitée (c'est-à-dire une approche permettant aux parties de désigner *n'importe quel lieu* pour le compte) avec celle initialement défendue par ceux estimant qu'aucune liberté contractuelle ne devrait être laissée aux parties en matière de localisation du compte et que seuls des critères objectifs devraient s'appliquer.

C'est cette approche qui a été retenue dans le projet de texte soumis par le groupe de rédaction (Doc. trav. No 16). Ce projet adoptait la structure suivante : l'article 4, alinéa 1, spécifiait que le lieu de l'intermédiaire teneur de compte pertinent était le « lieu de situation du compte de titres » ; et en vertu de l'article 4, alinéa 2, un compte était réputé être tenu au lieu convenu entre le titulaire du compte et son intermédiaire teneur de compte, à moins que le lieu ainsi désigné ne soit en claire contradiction avec le lieu de l'administration réelle de ce compte ; aussi, (i) le lieu désigné devait-il correspondre à un lieu où l'intermédiaire teneur de compte maintient un établissement ou une succursale, et (ii) l'intermédiaire teneur de compte devait-il « affecter »[43] le compte de titres à cet établissement ou à cette succursale pour les besoins du respect de ses obligations d'information envers les titulaires de comptes ou à des fins réglementaires ou comptables.

Pour le cas où ce premier examen n'aurait pas conduit à un résultat, l'article 4, alinéa 3, prévoyait que le compte était situé au lieu de l'établissement ou de la succursale à laquelle l'intermédiaire teneur de compte avait affecté le compte pour des besoins d'information de ses titulaires de comptes ou à des fins réglementaires ou comptables.

Pour le cas où ce deuxième examen n'aurait pas conduit à un résultat, le groupe de rédaction avait proposé, comme ultime recours, deux alternatives à l'article 4, alinéa 4 : (a) le lieu où l'intermédiaire est légalement établi, et (b) la loi applicable à la convention de compte.

A l'article 4, alinéa 5, la proposition prévoyait une « liste noire » énumérant différents facteurs qu'un tribunal ne devrait pas prendre en considération dans l'application des différentes démarches proposées : le lieu de situation des installations de traitement des données et de comptabilité, le lieu de situation des certificats, le lieu du registre des titulaires de titres, le lieu de l'émetteur de titres, le lieu de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire teneur de compte qui a contracté avec le titulaire du compte de titres, et enfin le lieu de situation du titulaire du compte.

Ce projet de texte a été examiné en séance plénière lors de la dernière journée de la réunion de janvier. En vue de refléter les résultats de cette discussion, le Bureau Permanent, l'Expert juridique auprès du Bureau Permanent et le Président du groupe de rédaction ont soumis, en février 2001, un texte modifié aux experts pour examen.

C. *Le projet de texte soumis par le Bureau Permanent, l'Expert juridique auprès du Bureau Permanent et le Président du groupe de rédaction de février 2001*

Dans le cadre du projet de février 2001, deux modifications substantielles ont été apportées à l'article 4, alinéa 2. Premièrement, la référence au compte « réputé » tenu en un lieu particulier a été mise entre crochets en réponse à des préoccupations formulées par diverses délégations qui craignaient que soit ainsi introduit un élément artificiel dans la désignation du lieu du compte, lequel pourrait, le

[40] « L'autonomie de la volonté » dans l'UCC, par exemple, porte uniquement sur la relation entre l'investisseur et l'intermédiaire, et non pas sur la relation entre l'investisseur et le bénéficiaire de la sûreté.

[41] Quelques experts ont fait un parallèle avec la situation dans laquelle un investisseur décide de faire affaire avec un intermédiaire situé dans l'Etat A plutôt qu'avec un intermédiaire situé dans l'Etat B. Bien que ce « choix » puisse conduire à l'application d'une loi différente, il paraîtrait sans aucun doute étrange de considérer cette situation comme un exemple d'autonomie de la volonté des parties.

[42] Sur cette question, voir aussi ci-dessous, p. 106 et s.

[43] Sur cette expression, voir ci-dessous, C.

parties. As a matter of fact, it is worth noting that although some civil law jurisdictions allow for *party autonomy* to apply to the proprietary aspects of a transaction, none of these jurisdictions seems to allow for this choice to be invoked against third parties.

Against this argument, it was pointed out that in the present context use of the term "party autonomy" was not appropriate, as it could imply that the parties to the *collateral transaction* or *sale* could determine by agreement the law governing the proprietary aspects of the transaction. This, however, had never been suggested, not even in the domestic legislation of those jurisdictions which were in favour of a test leading to the application of the law chosen or of the place specified by the parties to the custody agreement.[40] Against this background, it would appear that it is **not appropriate to refer to the concept of "party autonomy" in the context of the proposed Article 4.** Under this provision, the parties who are designating the law applicable by localising the account are the *investor* (account holder) and its *intermediary*. Under the concept of party autonomy, however, it would be the *investor* and the *collateral taker* or *transferee* who would be offered the possibility to choose the law applicable to the various aspects of their transaction. Such a choice, however, is not what is being suggested in Article 4: this provision simply offers to the investor and its intermediary the possibility of *localising their account*.[41] It has to be stressed though that such a localisation does of course have a "reflex effect" (*effet réflexe*) on the actual transaction concluded between the investor and the collateral taker or transferee, as it is the law that would be governing the proprietary aspects of this transaction. But to refer to it under the heading of "party autonomy" would be misleading. **In order to avoid further misunderstandings, it is suggested that the proposed solution be placed under the heading "consensual approach", as it reflects the agreement and understanding of the investor and its intermediary.**

B. *The compromise reached at the January meeting*

As a result of the discussion, the following compromise emerged during the January meeting: the parties to the custody agreement should be able to designate an agreed place as the location of the account, but such an agreed designation would not be conclusive unless it satisfies one of a number of specified tests that indicate that the designated place is where the account is actually maintained. This is in order to prevent third parties being prejudiced by the use of an artificial designation which would conflict with the natural assumptions about the location of the account. Only under those conditions would PRIMA be regarded – and accepted – as a modern reflection of the traditional *lex rei sitae* approach. **Ignoring the *lex rei sitae* principle for the sake of an unrestricted consensual approach would, however, be seen as having severe implications for long-standing private international law traditions of several countries.**[42]

This compromise, it is submitted, bridges the position initially advocated by those who favoured an unrestricted consensual approach (*i.e.*, parties should be allowed to designate *any* location of the account) with the position initially taken by those who argued that no contractual liberty should be left to the parties in relation to the issue of location, with only objective factors used.

This approach was embodied in the draft proposed by the drafting group (Work. Doc. No 16). This draft had the following structure. Article 4, paragraph 1, specified that the relevant intermediary was located "where the account is maintained." According to Article 4, paragraph 2, an account was deemed to be maintained at the place agreed between the intermediary and account holder unless that designation was clearly inconsistent with the actual operation of the account in practice, *i.e.*, (i) the place must be where the securities intermediary has an "office or branch" and (ii) the securities intermediary must "allocate"[43] the securities account to that office or branch for purposes of reporting to its account holders, for regulatory or accounting purposes.

If this test did not provide a result, Article 4, paragraph 3 provided that the account was located at the place of office or branch to which the intermediary allocated the account for reporting, regulatory or accounting purposes.

For cases where this second test did not lead to a result, the drafting group developed two alternatives for a fall-back in Article 4, paragraph 4: (a) the place where the securities intermediary was legally established and (b) the governing law of the custody agreement.

In Article 4, paragraph 5, the draft provided a "black list" with factors that a court should not take into account in applying the tests: the place of the data processing, the place of the certificates, the place of the register, the place of the issuer, the place of any intermediary with which the account holder did not contract to maintain the account and the place of the account holder.

This draft provision was discussed by the plenary session during the final day of the meeting. In order to reflect the results of this discussion, in February 2001 the Permanent Bureau, the Legal Expert to the Permanent Bureau and the Chair of the drafting group suggested in February 2001 amended text to the experts for further consideration.

C. *Draft of the Permanent Bureau, Legal Expert to the Permanent Bureau and the Chair of the drafting group of February 2001*

In the February 2001 draft, two changes of substance were made to Article 4, paragraph 2. First, the reference to the account being "deemed" to be maintained at a particular place was placed in brackets in response to concerns of various delegations that it might be viewed as implying an element of artificiality that could eventually threaten the

[40] "Party autonomy" in the U.C.C., for example, refers only to the relation between the investor and the intermediary, not the relation between the investor and the secured party.

[41] Some experts have drawn a parallel with an investor choosing to do business with an intermediary located in State A rather than with an intermediary located in State B, and suggested that although this "choice" would lead to the application of a different law, it would not be accurate to refer to it as an example of "party autonomy".

[42] On this issue, see also *infra*, p. 107 *et seq.*

[43] On this expression, see *infra*, under C.

cas échéant, remettre en question le respect du principe de la *lex rei sitae*. Deuxièmement, la mention de « l'affectation » du compte a été remplacée par la mention du lieu où l'intermédiaire teneur du compte « traite » ou « enregistre » le compte. Le concept d'affectation suscitait en effet des interrogations auprès d'un certain nombre de délégations, en particulier en ce qui concerne la version française du texte. Cette modification a été apportée dans l'espoir d'exprimer plus clairement l'intention recherchée.

D. *Les discussions informelles menées à la suite de la réunion de janvier (le projet de mars 2001)*

Comme il a déjà été mentionné, les discussions entre experts ont continué après la réunion de janvier de façon informelle. De plus, d'autres experts juridiques, des représentants des marchés financiers et de leurs organes de réglementation ont été entendus. A la suite de ces consultations, le Bureau Permanent, en coopération avec plusieurs membres du groupe de rédaction, a proposé une nouvelle version de l'article 4 en mars 2001.

Selon la nouvelle teneur de l'article 4, alinéa 2, la partie invoquant le lieu désigné par le titulaire et l'intermédiaire teneur de compte doit établir que l'intermédiaire tient effectivement le compte en ce lieu à des fins réglementaires ou comptables ou pour des besoins d'information interne ou externe. Dans sa nouvelle version, l'article 4, alinéa 2, est rédigé comme suit :

« Pour l'application de cette Convention, le compte de titres est tenu au lieu convenu entre le titulaire du compte et son intermédiaire teneur de compte, pour autant que l'intermédiaire teneur de compte traite le compte de titres comme étant tenu auprès de cet établissement[44] *à des fins réglementaires ou comptables ou pour des besoins d'information interne ou externe. »*

(a) *Prévisibilité*

En permettant de désigner le lieu du compte dans la convention de compte de titres ou dans un contrat similaire (décrit ci-après comme « lieu désigné »), l'article 4, alinéa 2, semble répondre à l'exigence de la prévisibilité – exigence si importante pour de la pratique financière. Il est en effet simple de désigner un lieu dans une convention de compte ou un contrat similaire ; cela devrait apporter la clarté et la certitude dont ont besoin les intervenants sur les marchés financiers qui entendent se conformer aux conditions d'opposabilité de l'Etat approprié. Le lieu désigné dans une *convention de compte de titres* paraît être une meilleure solution que la désignation dans un *relevé de compte,* puisque le contenu de ce dernier peut être dicté par des considérations opérationnelles. Si l'on devait directement appliquer les critères objectifs énumérés au paragraphe 3, le but de prévisibilité ne serait pas atteint. Cela étant, l'examen des critères objectifs proposés ci-dessous est nécessaire comme solution de repli si le lieu du compte n'a pas été désigné dans la convention de compte de titres ou si elle n'est pas conforme aux conditions énoncées.

[44] Pour des raisons de simplicité, l'expression « établissement » a été utilisée partout dans le texte, sans mentionner à chaque fois « établissement ou succursale ». Il a été présumé que l'expression « établissement » serait définie à l'art. 2 de la Convention ou dans une note explicative et que cette définition inclurait une succursale.

(b) *Le respect du principe de la lex rei sitae*

L'autre condition, qui consiste à trouver une solution conforme au principe de la *lex rei sitae,* est également prise en considération dans le projet de mars. L'objectif consiste à identifier des critères dont le respect conduirait logiquement à considérer le compte comme étant réellement tenu au lieu désigné.

(i) *Surveillance réglementaire*

Le critère le plus approprié paraît être celui de savoir si oui ou non le compte est sujet à une *surveillance réglementaire au lieu désigné.* C'est l'objectif recherché par le texte proposé à l'article 4, alinéa 2 : il faut que « l'intermédiaire traite le compte de titres comme étant tenu en ce lieu à des fins réglementaires ». Il a été suggéré d'utiliser le singulier plutôt que le pluriel [du moins dans la version anglaise]. L'intermédiaire peut en effet être soumis à des régimes réglementaires de *deux ou plusieurs juridictions* (lorsque, par exemple, une succursale est impliquée). Il doit alors être clair que si le compte est soumis à une réglementation au lieu désigné, cela suffit pour être en conformité avec l'article 4, alinéa 2. Autrement, la prévisibilité serait perdue puisqu'un juge pourrait avoir à se prononcer longtemps après les faits sur le régime réglementaire à prendre en considération. Le concept général semble certes prometteur ; il est néanmoins impératif de consulter des experts des marchés financiers et des juristes familiers avec les pratiques commerciales et les régimes réglementaires de plusieurs Etats afin d'exprimer de façon appropriée l'idée sous-jacente.

Si l'on pouvait raisonnablement démontrer que tous les comptes sont soumis à une réglementation adéquate à un lieu particulier, le critère de la surveillance réglementaire suffirait. Cependant, il pourrait s'avérer nécessaire d'élaborer des critères supplémentaires. Premièrement, certains comptes ne sont pas soumis à une réglementation, lorsque par exemple l'intermédiaire est une *entité non réglementée.* La Convention proposée porte uniquement sur des questions de droit international privé et n'entend pas imposer un régime de réglementation matériel applicable aux intermédiaires – c'est au droit matériel d'un Etat qu'il appartient de limiter, le cas échéant, le recours à des entités non réglementées. Aussi, la Convention devra-t-elle prévoir une règle pour les cas (exceptionnels) impliquant un intermédiaire non réglementé. Deuxièmement, compte tenu de la complexité et de la diversité des régimes réglementaires et de la possibilité que plusieurs régimes s'appliquent ou se chevauchent, il sera peut-être difficile de trouver un libellé permettant d'appliquer le critère de la surveillance réglementaire même dans tous les cas impliquant un intermédiaire réglementé. Cela vaut particulièrement pour les *systèmes fédéraux* qui imposent une réglementation au niveau national. Bien évidemment, cette question peut être prise en considération, du moins jusqu'à un certain degré, par la clause fédérale de l'article 11 du texte proposé, mais pas nécessairement dans toutes les circonstances dans tous les Etats fédéraux.

(ii) *Le critère comptable*

Au cas où le critère de la surveillance réglementaire ne conduirait pas à une solution, le critère des « fins comptables » a été ajouté. En effet, lorsque la tenue de compte par l'intermédiaire est attestée dans les rapports d'audit (en figurant dans le corps du Rapport ou dans les notes de bas de page), cela devrait également suffire pour justifier le lieu désigné. Cela pourra être utile pour des situations qui ne tombent pas sous le critère de la surveillance réglementaire, mais pas dans toutes les circonstances. Tout comme le critère de la surveillance réglementaire ne s'étend pas à l'ensemble des situations impliquant des titres inter-

lex rei sitae principle. Secondly, the reference to "allocation" of the account was replaced by references to the place where the intermediary "treats" or "records" the account as being maintained. A number of delegations had indeed some difficulty with the term "allocation", particularly in its French translation ("*affectation*"), and it was hoped that the revised text would express more clearly the substance of what is intended.

D. *The informal discussions after the January meeting (the March 2001 draft)*

As explained above, discussions among the experts continued after the January meeting on an informal basis. In addition, further legal experts, market participants and regulators were involved in these discussions. As a result of these consultations, the Permanent Bureau, together with members of the drafting group, proposed an alternative draft of Article 4 in March.

According to the new wording of Article 4, paragraph 2, the party referring to the place agreed between the account holder and the intermediary has to establish that the intermediary actually maintains the account there for regulatory, accounting or internal or external reporting purposes. The new wording of Article 4, paragraph 2, reads as follows:

"For the purposes of this Convention, the securities account is maintained at the place of the office of the relevant securities intermediary agreed between the account holder and the securities intermediary, provided that the securities intermediary treats the securities account as being maintained at that office[44] *for [a regulatory, accounting or internal or external reporting purpose] [regulatory, accounting or internal or external reporting purposes]."*

(a) Ex ante *certainty*

First, Article 4, paragraph 2, appears to address the business need of *ex ante* certainty by looking to the place designated in the custody agreement or other similar agreement (described herein after as the "designated place"). As it is easy to specify such a place, this should provide the clarity and certainty market participants need if they are to perfect in the appropriate jurisdiction. The place designated in the *custody agreement* seems a better solution than the designation in an *account statement*, which may be driven by operational factors. If one were to move directly to the purely balancing test proposed in paragraph 3, the goal of *ex ante* certainty would not be achieved. This being said, the proposed balancing test described below is needed as a fall-back position to be looked at if the place of the account has not been designated in the custody agreement or fails to meet the conditions set out.

(b) *Respect of the* lex rei sitae *principle*

The second requirement, that the *lex rei sitae* principle must be respected, is also addressed in the March proposal. The goal is to find a test that incorporates factors that would logically indicate that the account is really to be viewed as maintained at the designated place.

(i) *Regulatory supervision*

The most appropriate factor appears to be whether the account is subject to regulatory supervision in the designated place. This is what is intended by the language in Article 4, paragraph 2, "the intermediary treats the securities account as being maintained at that office for a regulatory purpose." One suggestion made is that the singular rather than the plural be used [at least in the English text] because of the concern that the intermediary may be subject to the regulatory regimes of *two or more jurisdictions* (for example, where a branch is involved) and it needs to be clear that if the account is subject to regulation in the designated place then that should suffice to satisfy Article 4, paragraph 2. Otherwise, *ex ante* certainty will be lost as a judge long after the fact occurred might have to decide which regulatory regime was the appropriate one. Although the general concept seems promising, it will be essential to get input from market participants and lawyers familiar with business practices and the regulatory regimes in different countries in order to devise appropriate final language for a regulatory supervision test.

If all accounts could conveniently be shown to be subject to appropriate regulation at a particular place then one could stop here. However, there may be reasons for considering additional tests. First, some account arrangements are not subject to regulation, for example where the intermediaries are *unregulated entities*. The proposed Convention will only deal with conflict of laws issues and is not designed to impose a substantive regulatory regime on intermediaries – any desire of States to limit a party's use of unregulated entities is a matter for the substantive law in the particular jurisdiction. Hence, the Convention will need to provide a solution for the (exceptional) cases involving unregulated entities. Secondly, given the complexity and variety of regulatory regimes and possibility of multiple or overlapping regulatory jurisdiction, it may be difficult to draft a version of a regulatory supervision test that will work in all cases even for firms that are subject to regulation. This applies in particular to *federal systems* if regulation is done on a national basis. Of course, this may be addressed to some degree by the federal clause in Article 11 of the draft Convention; however, not necessarily in all circumstances for all federal States.

(ii) *Accounting regime*

In order to address the situation where the "regulatory purposes" test does not provide a result, "accounting purposes" has been added – if the intermediary's holding of accounts flows through to the audited statements (somehow embedded in numbers in line items or in footnotes), that should be sufficient to justify the designated place as well. This may help in some circumstances not covered by the "regulatory purpose" limb but not in all circumstances. Just as the regulatory test may not catch all situations

[44] For the sake of simplicity, the term "office" was used throughout, without referring to "office or branch." It was assumed that the term office would be defined to include a branch either in the definition section of the Convention or in an explanatory note.

médiés, les *relevés de compte* ne parviendront pas non plus à couvrir toutes les situations.

(iii) *Les besoins d'information interne et externe*

Etant donné que certaines situations ne sont pas couvertes par les critères développés ci-dessus, le critère supplémentaire du lieu de l'établissement où l'intermédiaire tient le compte « pour des besoins d'information interne ou externe » a été introduit. Toutefois, dans le cadre des discussions informelles menées depuis mars, plusieurs experts ont exprimé leurs inquiétudes au sujet du manque de précision de ces deux critères. Ils se sont notamment demandé si le critère des besoins d'information interne était suffisamment clair pour vérifier si le lieu désigné correspond vraiment à la réalité des faits. De plus, il a été expliqué que cette approche pouvait conduire à des résultats imprévisibles compte tenu des différences dans la pratique. En conséquence, plusieurs experts ont suggéré que ces deux critères soient décrits plus en détail (en ajoutant, par exemple, une définition explicite à l'art. 2) ou entièrement supprimés, ajoutant qu'une situation impliquant des entités non réglementées – situation très inusitée de nos jours – tomberait dans le champ d'application des règles résiduelles. De toute évidence, une réflexion plus approfondie est nécessaire pour clarifier ce point.

E. *La solution de repli prévue à l'alinéa 3*

Lorsque l'article 4, alinéa 2, ne s'applique pas – soit parce que la convention de compte de titres ou un autre contrat ne contient aucune désignation de lieu, soit parce que les conditions imposées n'ont pas été respectées – une solution de repli (clause résiduelle) est nécessaire.

(a) *Évaluation de critères objectifs* (« balancing test »)

La solution de repli proposée à l'article 4, alinéa 3, prévoit l'évaluation objective de différents critères plutôt qu'une règle fondée sur un seul facteur spécifique ou une cascade de plusieurs facteurs spécifiques. L'évaluation objective de différents critères, même si elle n'assure pas la prévisibilité, paraît néanmoins acceptable pour deux raisons. Premièrement, l'article 4, paragraphe 2, permet aux parties de déterminer avec certitude, dans la grande majorité des cas, la loi applicable aux conditions d'opposabilité. Par conséquent, si l'article 4, alinéa 3, s'applique, c'est en général parce que les parties n'ont pas envisagé le problème de la localisation du compte ; il paraît dès lors approprié de déterminer ce lieu sur la base de tous les facteurs objectifs disponibles. Deuxièmement, la « liste noire » contenue à l'article 4, alinéa 4, énumère clairement les éléments qui ne peuvent *pas* être pris en considération et cela conduira à une certitude de loin supérieure à celle qui existe actuellement. En particulier, l'article 4, alinéa 4, ne laisse aucun doute sur le fait que l'approche de la transparence ne doit jamais être adoptée.

Dans la proposition de mars 2001, l'alinéa 3 est rédigé comme suit :

« Si le lieu de situation dans lequel le compte de titres est tenu ne peut être déterminé selon l'alinéa 2, les éléments qui peuvent être pris en considération pour déterminer le lieu de situation du compte sont les suivants :

(a) le lieu de situation de l'établissement où l'intermédiaire teneur de compte pertinent traite le compte de titres comme étant tenu à des fins réglementaires ou comptables ou pour les besoins d'information interne ou externe ;

(b) le lieu de l'établissement ou des établissements de l'intermédiaire teneur de compte pertinent avec lequel ou lesquels le teneur de compte de titres fait affaire ;

(c) les termes de la convention de compte de titres, du contrat de conservation ou autres contrats portant sur le compte de titres entre l'intermédiaire teneur de compte pertinent et le titulaire de compte ;

(d) le contenu de relevés de compte ou d'autres rapports préparés par l'intermédiaire teneur de compte pertinent qui reflètent le solde des droits détenus par le titulaire de compte ; et

(e) l'Etat dont la loi régit la convention de compte de titres. »

La lettre (a) refléterait simplement les principes contenus à l'alinéa 2. La lettre (a) et les éléments qui y sont énumérés sont sans aucun doute importants dans le cadre d'une évaluation objective de plusieurs critères. En revanche, il est moins certain que ces éléments seraient acceptables pour constituer une règle de repli fondée sur un seul critère ; le critère du lieu où le compte est tenu à des fins réglementaires ne procure en effet pas de certitude lorsque plusieurs Etats exercent une compétence réglementaire.

La lettre (b) pourrait être utile dans des situations où aucun document ne désigne expressément le lieu du compte, mais le teneur de compte fait régulièrement affaire avec un établissement déterminé ou des établissements déterminés de l'intermédiaire.

Les lettres (c) et (d) permettent de prendre en considération les termes d'une convention de compte ou d'un relevé de compte. L'on peut s'attendre à ce que les deux dispositions entraîneront des modifications dans la pratique. Pour des raisons de compétitivité, les établissements financiers s'efforceront en effet d'indiquer clairement le lieu du compte dans leurs conventions et relevés de compte, tenant ainsi à assurer la prévisibilité pour leurs clients. Quelques experts se sont interrogés sur l'inclusion de la lettre (c), puisque ce facteur est déjà mentionné à l'article 4, alinéa 2. Toutefois, pour deux raisons il est approprié d'utiliser le même facteur dans les deux dispositions. Premièrement, même si aucun lieu n'a été désigné dans la convention de compte ou dans tout autre accord, les termes de l'accord devraient néanmoins être pris en considération pour évaluer les expectatives des parties quant au lieu du compte. De même, si le lieu a été désigné dans la convention de compte de titres ou dans un autre accord mais que les conditions posées à l'article 4, alinéa 2, n'ont pas été respectées, les termes de l'accord peuvent toujours être significatifs pour déterminer le lieu du compte.

La lettre (e) a été reprise dans la liste des facteurs objectifs à prendre en considération après avoir été proposée comme solution de repli lors de la réunion de janvier. Ce critère avait été soutenu par quelques délégations. En tant qu'un facteur parmi d'autres, il constituerait une indication supplémentaire des liens du compte avec un certain lieu. En revanche, en tant que facteur unique d'une solution de repli, il n'apparaît guère acceptable puisqu'il pourrait conduire à une réponse contraire au principe de la *lex rei sitae.*

(b) *Règles résiduelles fondées sur un seul facteur, en particulier le « lieu de constitution »*

Il a déjà été mentionné en analysant le concept fondé sur l'évaluation objective de différents critères que les facteurs énumérés à l'article 4, alinéa 3, lettres (a) et (e) n'apparaissent pas appropriés comme solution de repli basée sur un seul et unique facteur.

Une des propositions faites lors de la réunion de janvier était de localiser l'intermédiaire pertinent au lieu où l'intermédiaire partie à la convention de compte de titres est « *constitué* ». Les défenseurs de cette proposition ont sou-

where securities are held in custody, not all situations will be picked up somewhere in accounting statements.

(iii) *Internal or external reporting*

The recognition that certain situations are not covered by (i) and (ii) above led to the inclusion of the additional element that where the intermediary treats the account as being located at one of its offices for internal or external reporting purposes, that too will suffice. However, during the informal working process undertaken since March, several experts voiced their concern about the lack of precision of these two connecting factors. They questioned whether internal reporting was transparent enough to serve as an appropriate "reality check", adding that the effects of this approach could lead to unpredictable results because of differences in actual practice. As a result, some experts have suggested that these two connecting factors be either described in more detail (*e.g.*, by adding an explicit definition in Art. 2) or deleted altogether, leaving situations involving unregulated intermediaries (which are believed to be highly unusual at present) to be dealt with under the fall-back provisions. Obviously more thought is needed to clarify this aspect.

E. *The fall-back test in paragraph 3*

If Article 4, paragraph 2, is not satisfied, either because there is no designation in the custody or other agreement or because the conditions embodied in the proviso are not fulfilled, then a fall-back test is needed.

(a) *Balancing test*

The proposed Article 4, paragraph 3, uses an objective balancing of factors test rather than a rule based on a single specified factor or a cascade of single specified factors. The balancing test, although not providing complete *ex ante* certainty, appears acceptable for two reasons. First, the strength of Article 4, paragraph 2, means that commercial parties will be able to determine with certainty the law that will govern perfection in the great majority of cases. Therefore, if Article 4, paragraph 3, applies, this will normally be because the parties did not consider the issue of the location of the account; hence, it appears appropriate that the question of its actual location be decided by considering all the objective evidence. Secondly, the "black list" in Article 4, paragraph 4, makes clear the factors that are *not* to be considered and this will provide far greater certainty than currently exists. In particular, Article 4, paragraph 4 makes it clear that the so-called "look-through" approach is never to be adopted.

In the March 2001 proposal, paragraph 3 reads as follows:

"If the place where the securities account is maintained is not determined under paragraph (2), the factors that may be considered in determining the place where the securities account is maintained include the following:

(a) the location of the office where the relevant securities intermediary treats the securities account as being maintained for regulatory, accounting or internal or external reporting purposes;

(b) the location of the office or offices of the relevant securities intermediary with which the account holder deals;

(c) the terms of the custody agreement, account agreement or other agreement relating to the securities account between the relevant securities intermediary and the account holder;

(d) the terms of account statements or other reports prepared by the relevant securities intermediary that reflect the balance of the account holder's interest in the securities account; and

(e) the State whose law governs the agreement establishing the securities account."

Sub-paragraph (a) would simply reflect the principles embodied in paragraph 2. Sub-paragraph (a) and its components would certainly seem to be an important factor as part of a balancing test; what is less clear is whether the sub-paragraph's components would make sense as a single fall-back rule. For example, using a test that looks to the place where the account is maintained for regulatory purposes will not provide certainty in cases where there is more than one State that has jurisdiction over it.

Sub-paragraph (b) may be useful in situations where other documentation has not expressly designated the location of the account, but the account holder regularly deals with a certain office or offices with respect to the custodial services provided by the intermediary.

Sub-paragraphs (c) and (d) permit reference to the general terms of account agreements or statements. Both sub-paragraphs can be expected to lead over time to a change in industry practice. As a competitive matter, custodians will ensure that their account agreements and account statements clearly indicate where the account is maintained to provide certainty for their customers. Some experts questioned the inclusion of sub-paragraph (c), as this factor is already contained in Article 4, paragraph 2. There are however two reasons for suggesting that it remains appropriate to refer to the same factors in both places. First, if no place is designated in the custody or other agreement, the terms of the agreement should still be relevant in evaluating the expectations of the parties as to the location of the account. Similarly, if a place has been designated in the custody or other agreement but the proviso in Article 4, paragraph 2 is not satisfied, the terms of the agreement between the parties might still be of relevance in determining the location of the account.

Sub-paragraph (e) has been included in the balancing test as one of the potential fall-backs proposed at the January meeting. This test had the support of some delegations. As one of the factors it would be an additional indication of a connection with a particular place. As a single factor fall-back test, however, it seems unlikely to be acceptable because it leads to an answer that may be divorced from the *lex rei sitae.*

(b) *Single factor fall-back tests, in particular the "legally established" test*

As mentioned above when considering the balancing test, the factors mentioned in Article 4, paragraph 3, sub-paragraphs (a) and (e) do not seem appropriate as single factor tests.

One suggestion that was discussed at the January meeting was to locate the relevant intermediary at the place where that intermediary signing the custody agreement was "*legally established*". Proponents of this test have

tenu qu'elle avait l'avantage d'être claire et précise. D'autres experts, en revanche, ont indiqué que cette solution pourrait donner lieu à des difficultés compte tenu de la diversité du statut juridique des succursales en droit comparé. Ils ont notamment souligné qu'il ne serait pas toujours possible de déterminer si une succursale, plutôt que l'entreprise en tant que telle, est partie au contrat. L'application de ce critère peut conduire à l'application de la loi de constitution, du siège statutaire ou de l'administration centrale bien que le compte de titres ne soit en réalité pas tenu dans l'Etat ainsi désigné. Il a été proposé de surmonter cette difficulté en précisant que lorsque l'intermédiaire agit par le biais d'une succursale, l'intermédiaire doit être considéré comme étant constitué au lieu de la succursale en question. Mais il se peut que dans un cas particulier, la succursale en question ne soit pas simple à désigner, puisqu'il peut y avoir des liens avec deux ou plusieurs succursales. Aussi, le concept élargi du lieu de constitution ne semble-t-il pas conduire à une grande clarté ou certitude.

Dans le projet de mars 2001, l'article 4, alinéa 4, contenait une règle destinée à préciser que si l'intermédiaire tenait tous ses comptes dans un seul Etat, la Convention traiterait ces comptes comme étant situés dans cet Etat. Cependant, il a été mentionné qu'une telle adjonction pourrait être circulaire et superflue. En effet, pour établir que l'intermédiaire tient tous ses comptes dans un seul Etat, il est nécessaire de déterminer (vraisemblablement en application des facteurs énumérés à l'alinéa 3) que le compte de titres spécifique est tenu dans cet Etat. Une fois que cela a été établi, l'objectif de l'article 4 est atteint et il est sans intérêt de savoir si l'intermédiaire tient d'autres comptes dans cet Etat ou ailleurs. Aussi, cette règle n'a-t-elle pas été retenue par les experts.

Lors des discussions informelles, quelques experts ont souligné qu'ils préféreraient une règle de repli fondée sur un seul critère plutôt qu'une évaluation objective de plusieurs facteurs si un critère unique approprié peut être établi. Le défi consiste à trouver un critère qui conduit à *une seule* réponse et qui reflète le *lieu où le compte est réellement tenu*. Les experts continuent à chercher un tel critère et l'on peut s'attendre à ce que de nouvelles suggestions soient faites et examinées.

F. *La « liste noire » dans le projet de mars 2001*

L'article 4, alinéa 4, du projet de mars énumère les facteurs qui ne peuvent être pris en considération pour déterminer le lieu d'un compte. En comparaison avec le projet de février, le lieu de situation du titulaire de compte a été supprimé de la liste afin de rendre cette dernière cohérente et de la limiter aux seuls éléments qui pourraient conduire à une approche de la transparence.

Aucune mention n'est faite du lieu où l'intermédiaire teneur de compte pertinent est constitué, a son siège statutaire ou son principal établissement. Il a été estimé qu'il était certes concevable mais néanmoins improbable que ces éléments soient jugés significatifs. Ils n'ont par conséquent été retenu ni dans la liste blanche ni dans la liste noire.

Article 5 : Domaine de la loi applicable

Comme il a déjà été mentionné à l'article premier[45], la Convention proposée ne s'appliquera qu'aux *aspects réels* d'une opération sur titres intermédiés. Les aspects *contractuels* de l'accord en vertu duquel la disposition est effectuée restent soumis à des règles de conflit de lois distinctes. Le but de l'article 5 est d'identifier les aspects de droit réel qui seront régis par le droit matériel de l'Etat désigné par PRIMA. Ce faisant, l'article 5 détermine le *domaine de la loi applicable*. Conformément au champ d'application matériel de la Convention, le domaine de la loi applicable déterminé à l'article 5 s'applique aux aspects de droit réel de plusieurs types de transaction.

Les aspects de droit réel régis par le droit matériel de la juridiction désignée par PRIMA comprennent en premier lieu la « nature juridique » des droits constituant un droit dérivé du compte. Comme il a déjà été expliqué à l'article premier[46], la nature juridique du droit d'un investisseur sur des titres détenus par des intermédiaires varie selon les Etats et les systèmes juridiques (ces droits peuvent, en principe, être de nature *réelle* ou *contractuelle*, le reflet d'une *nouvelle structure juridique n'impliquant pas un droit de copropriété* ou des droits fiduciaires au titre d'un *trust*). La formulation proposée à l'article 5(a) indique clairement que *la nature juridique du droit d'un investisseur* demeure soumise au droit matériel de l'Etat désigné par PRIMA. En d'autres termes, la Convention proposée *ne s'immiscera pas* dans la nature juridique du droit d'un investisseur sur des titres intermédiés et n'imposera aucun changement du droit matériel d'un Etat à cet égard. Par conséquent, les droits qu'un investisseur détient sur des titres selon la loi locale avant de les constituer en sûreté ou de les transférer à un acquéreur *ne seront pas modifiés* par le régime proposé.

La référence à la « nature juridique » inclut vraisemblablement la validité d'une clause en vertu de laquelle le bénéficiaire de la sûreté reçoit le droit d'utiliser à son tour les titres remis en garantie, y compris le droit de les transférer à un tiers. Ce droit est parfois désigné sous le terme de droit de « ré-hypothéquer », bien qu'il s'étende, en règle générale, à tout type de mise à disposition et pas seulement aux mises à disposition sous forme de nantissement. La question de savoir si un tel droit peut valablement être créé sera soumise tant à la loi applicable au contrat qu'à la loi applicable aux aspects réels de la transaction. Cette question tombe par conséquent dans le domaine de la loi applicable désignée par la Convention proposée[47]. En revanche, il convient de souligner que la Convention proposée ne traite *pas* de la question de droit matériel de la « saisie au degré supérieur » (*upper-tier attachment*), c'est-à-dire du problème qui se pose lorsqu'un ayant-droit à un niveau inférieur de la chaîne de détenteurs (par exemple, une personne qui prétend avoir acquis des droits d'un investisseur) cherche à faire saisir ou revendique d'une autre manière un droit sur des titres détenus à un niveau supérieur dans la chaîne où il n'y a aucun enregistrement du droit de cette personne[48].

En ce qui concerne l'article 5(b), deux changements ont été faits dans le projet de février. Tout d'abord, les mots « les aspects de droit réel se rapportant à » ont été ajoutés

[45] Voir ci-dessus, p. 88.
[46] Voir ci-dessus, p. 90.
[47] On peut noter que l'art. 6 du projet de Directive de l'Union européenne sur l'utilisation transfrontalière des sûretés impose aux Etats membres de s'assurer qu'un tel droit sera reconnu comme valable dans leur droit interne.
[48] Voir Document préliminaire No 1, p. 16-18 et note de bas de page 113 avec texte s'y rapportant.

suggested that it has the advantage of being clear cut. Others, however, have suggested that it may pose problems due to the varying treatment under different legal systems of the status of branches of multinational organisations, and have questioned whether it will always be feasible to determine whether the contracting party is a branch or the entity as a whole. In such cases, the application of the "legal establishment of the signing party" test could result in the law of the place of incorporation or formation, statutory seat or central administration even though the securities account is not located in that jurisdiction. It has been suggested that this difficulty could be overcome, without abandoning the "legally established" formula, by additional wording making it clear that in cases where the intermediary is dealing through a branch it is to be regarded for this purpose as legally established where the relevant branch is located. This, however, would lead back to the problem of identifying in each case which branch was the "relevant" branch. Since there may be factors pointing to connections with two or more branches, it does not appear that the use of an expanded "legally established" test of itself provides any greater clarity or certainty.

In a first version of the March 2001 draft, Article 4 provided a test that should make clear that for intermediaries which maintain all accounts within a single State, the Convention will treat the accounts as being maintained in that State. However, there were some concerns that this test might be somewhat circular and redundant. This is because, in order to establish that the intermediary maintains all accounts in a single State, it is necessary to ascertain (presumably applying the factors in paragraph 3) that the particular securities account is maintained in that State. Once this has been done, however, the purpose of Article 4 has been achieved and it becomes irrelevant whether the intermediary maintains other accounts in that State or elsewhere. As a result of these concerns, this test was not retained by the experts.

During the informal process, some experts have made it clear that they would prefer the use of a single fall-back test rather than a balancing test if a suitable single fall-back test can be found. The challenge has been trying to find a test that provides a *single* answer that is linked to the *location where the account is actually maintained.* Experts continue to strive for such a solution and it is expected that new and different suggestions will be considered as the process continues.

F. *The "black list" in the March 2001 draft*

Article 4, paragraph 4, of the March draft provides the black-listed factors that should not be taken into account in determining the location of the accounts. In comparison with the February draft, the location of the account holder has been removed from the list in order to limit the list to "look-through" factors and make it consistent.

No reference is made to the relevant securities intermediary's place of formation or incorporation, statutory seat or principal place of business. It was thought unlikely, but not inconceivable, that this would have been of any relevance and that accordingly the best course was not to include it in either list.

Article 5: Scope of the Applicable Law

As already mentioned under Article 1,[45] the proposed Convention will only deal with the *proprietary* component of a transaction involving the disposition of indirectly held securities; the *contractual* aspects of an agreement under which such a disposition is made remain covered by separate conflict of laws rules. The purpose of Article 5 is to identify the proprietary aspects which will actually be governed by the substantive law of the PRIMA jurisdiction. In doing so, Article 5 determines the *scope of the applicable law.* Pursuant to the substantive scope of application of the Convention itself, the scope of the applicable law determined in Article 5 applies to the proprietary aspects of dispositions of all kinds.

The proprietary aspects governed by the substantive law of the PRIMA jurisdiction include first the *"legal nature"* of the rights constituting an account right. As already explained under Article 1,[46] the legal nature of an investor's interest in securities held through indirect holding systems varies among different legal systems and jurisdictions (basically, these interests can be *proprietary* or *contractual*, the result of a *new legal structure not involving co-ownership,* or *trust* interests). In Article 5(a), the suggested preliminary draft clearly indicates that this question remains left to the substantive law of the PRIMA jurisdiction. In other words, the proposed Convention itself will *not* interfere with the legal nature of an investor's interest in the indirectly held securities and will not impose any change on a State's substantive law in this regard. As a result, the interests which an investor holds in the securities under local law prior to providing these interests as collateral or transferring them to a purchaser will *not* be altered by the proposed regime.

The reference to the "legal nature" presumably also includes the validity of a provision under which the collateral taker is given the right to use the pledged securities for its own purposes, including the right to transfer them to a third party. Such a right is sometimes referred to as a right of "rehypothecation", though it generally extends to all kinds of onward dispositions and not merely to onward dispositions by way of pledge. Whether such a right may validly be created will be a matter both of the law governing the relevant contract and of the law governing proprietary aspects of the transaction. This is, therefore, one of the matters falling within the scope of the applicable law designated by the proposed Convention.[47] On the other hand, it has to be stressed that the proposed Convention does *not* address the substantive law issue of so-called "upper-tier attachment" – that is, the problem that arises where a person with an interest at a lower level in the chain of holdings (for example, a person claiming to have acquired rights from an investor) seeks to attach or otherwise claim an interest in securities or an interest in securities held at a higher level where there is no record of that person's entitlement.[48]

As regards Article 5(b), two changes have been made in the February draft. First, the words "the proprietary aspects of" have been added and the word "acquisition" placed in

[45] See *supra*, p. 89.
[46] See *supra*, p. 91.
[47] One may note that Art. 6 of the proposed EU Collateral Directive requires Member States to ensure that such a right is recognised as valid under their substantive law.
[48] See Prel. Doc. No 1, p. 17-19 and footnote 113 with accompanying text.

et le mot « acquisition » a été mis entre crochets. Ces changements ont été faits en réponse à la crainte exprimée par une délégation que le mot « acquisition » puisse être interprété comme étendant le champ d'application de la Convention aux questions qui ne relèvent *pas* des droits réels, ce qui n'est nullement l'intention. Le second changement est que des références à la « modification » et à « l'extinction » d'un droit dérivé du compte ont été ajoutées en réponse à la suggestion faite par une autre délégation, suggestion qui semblait avoir reçu l'adhésion de la session plénière.

De plus, il est important de souligner que la Convention ne porte pas atteinte à la question de savoir comment les transferts contractuels de propriété s'effectuent dans les différents systèmes juridiques (c'est-à-dire selon le principe purement consensuel[49] ou selon le principe de la « *traditio* »). La question essentielle de l'article 5(b) est de savoir si un droit de propriété a été « créé » ou non et s'il peut valablement en être disposé.

En ce qui concerne l'article 5(c), il a déjà été mentionné en relation avec l'article 2 que le projet de février a inclus la définition du terme « opposabilité » dans l'article 2. Aucun autre changement au fond n'a été fait à cette disposition.

L'article 5(d) dispose que la question du rang entre des droits concurrents sera soumise au droit matériel de l'Etat désigné par PRIMA. Ceci pourrait également couvrir des questions communément décrites dans certains systèmes juridiques comme la question de savoir si la personne qui acquiert un droit, l'acquiert libre de toutes prétentions de tiers. De plus, la loi applicable déterminera également les obligations éventuelles d'un intermédiaire teneur de compte envers un tiers revendiquant un droit sur les droits dérivés du compte.

Finalement, l'article 5(e) couvre les aspects réels de la réalisation, c'est-à-dire les questions de savoir si et de quelle manière un bénéficiaire de sûreté peut vendre ou réaliser la sûreté, lorsque le constituant des sûretés ne remplit pas ses obligations contractuelles.

Article 6 : Faillite

Cet article important porte sur la question délicate des effets d'une procédure de faillite sur une transaction (en particulier une opération de constitution de sûreté), dont les effets réels sont soumis à la loi matérielle de l'Etat désigné par PRIMA[50]. D'emblée, il doit être noté qu'une procédure d'insolvabilité peut influer de deux façons sur la loi applicable à la constitution de titres en sûreté : elle peut, d'une part, avoir un impact sur la question de savoir si un droit de propriété a été valablement créé et rendu opposable, et, d'autre part, affecter les *effets* d'un tel droit dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité. La Convention proposée tient compte de ces deux aspects à l'article 6. L'objectif est de trouver le juste équilibre permettant d'assurer l'efficacité d'un droit rendu opposable conformément à PRIMA, sans toutefois altérer les règles de faillite applicables au bénéficiaire d'une sûreté[51].

A. *Respect d'un droit opposable (alinéa 1)*

Un grand nombre d'experts a adhéré au principe qu'un droit rendu opposable conformément à PRIMA ne devrait pas être remis en question par des dispositions spécifiques en matière d'insolvabilité. Ce principe général est énoncé à l'article 6, alinéa 1. Ce principe général est toutefois sujet à des exceptions dont la portée soulève d'importantes questions de fond. Celles-ci seront évoquées ci-dessous. Néanmoins, il a généralement été admis que ces exceptions ne devraient pas permettre à un juge de la faillite d'appliquer une règle de conflit de lois différente de PRIMA pour déterminer la loi applicable aux aspects réels, tels que la création ou l'opposabilité d'un droit. L'approche prise à l'alinéa 1 est fondée sur le Règlement (CE) No 1346/200 du Conseil relatif aux procédures d'insolvabilité (art. 5, al. 1)[52], ainsi que sur le projet de Convention UNIDROIT relative aux garanties internationales portant sur des matériels d'équipements mobiles (art. 29, al. 1 et 2)[53].

[49] L'on peut cependant ajouter que dans le contexte de titres intermédiés, le principe purement consensuel peut ne pas être efficace dans sa forme traditionnelle. En droit anglais et italien, par exemple, les dispositions idoines indiquent clairement que le principe général s'applique seulement au transfert de propriété sur des biens spécifiques, alors qu'en France, le principe s'applique seulement en matière de « biens immédiatement identifiables ». Cependant, dans un régime de détention indirecte fondé sur des comptes fongibles, les titres ne sont ni « spécifiques », ni « immédiatement identifiables ». Par conséquent, dans les systèmes basés sur le principe purement consensuel, des règles subsidiaires sont nécessaires pour permettre d'appliquer le principe au transfert de biens génériques.

[50] De toute évidence, la question cruciale pour tout nantissement est de savoir quelle est son efficacité en cas de faillite du débiteur. Cela étant dit, les Etats ont toujours été très susceptibles envers toute ingérence dans leur loi nationale sur l'insolvabilité. Aussi, le Document préliminaire No 1, p. 16-18, avait-il souligné que la Convention proposée ne devrait pas porter atteinte au droit national sur la faillite. Cette question n'avait pas été examinée en détail lors des discussions informelles préalables à la réunion de janvier ; la question avait en fait délibérément été laissée à l'appréciation des experts présents à la réunion de janvier.

[51] La disposition est rédigée sans spécifier contre qui une procédure d'insolvabilité est ouverte. Elle s'applique ainsi à tout débiteur insolvable, y compris l'intermédiaire.

[52] Ce Règlement, qui est entré en vigueur le 31 mai 2001, a été adopté en vue de développer des procédures plus harmonisées pour éviter que des parties ne soient incitées à déplacer des avoirs ou des procédures judiciaires d'un Etat membre à un autre pour bénéficier d'un meilleur régime juridique. Les solutions proposées s'inspirent du principe de la portée universelle d'une procédure, tout en permettant d'ouvrir des procédures secondaires dans l'Etat membre concerné. Le Règlement s'applique « aux procédures collectives fondées sur l'insolvabilité du débiteur qui entraîne le dessaisissement partiel ou total de ce débiteur ainsi que la désignation d'un syndic » (art. 1, al. 1). Il s'applique de même manière à toutes les procédures d'insolvabilité, que le débiteur soit une personne physique ou morale, un commerçant ou un particulier. Toutefois, il ne s'applique pas aux procédures d'insolvabilité qui concernent les entreprises d'assurance et les établissements de crédit, les entreprises d'investissement qui fournissent des services impliquant la détention de fonds ou de valeurs mobilières de tiers, ainsi qu'aux organismes de placements collectifs (art. 1, al. 2). Les tribunaux compétents pour ouvrir la procédure d'insolvabilité sont ceux de l'Etat membre sur le territoire duquel est situé « le centre des intérêts principaux du débiteur » (art. 3, al. 1 : pour les sociétés et les personnes morales, le centre des intérêts principaux est présumé être le lieu du siège statutaire, jusqu'à preuve du contraire). Des procédures secondaires peuvent être ouvertes ultérieurement pour liquider des biens situés dans un autre Etat membre (art. 3, al. 2 : ces procédures secondaires sont limitées aux biens situés dans un autre Etat membre). La loi de l'Etat membre dans lequel des procédures d'insolvabilité sont ouvertes détermine tous les effets d'une telle procédure (art. 4 ; les conditions d'ouverture, le déroulement et la clôture de la procédure d'insolvabilité, des questions matérielles telles que la définition des débiteurs susceptibles de faire l'objet d'une procédure d'insolvabilité et de leurs biens, les effets de la procédure d'insolvabilité sur les contrats en cours, sur les créanciers individuels, sur les créances, etc.). Toutefois, les droits réels d'un tiers sur les biens appartenant au débiteur et qui se trouvent sur le territoire d'un autre Etat membre ne sont pas affectés par l'ouverture de la procédure d'insolvabilité dans un autre Etat membre (voir les commentaires à cet égard dans le texte principal). L'art. 5, al. 1, a la teneur suivante : « L'ouverture de la procédure d'insolvabilité n'affecte pas le droit réel d'un créancier ou d'un tiers sur les biens corporels ou incorporels, meubles ou immeubles – à la fois des biens déterminés et des ensembles de biens indéterminés dont la composition est sujette à modification – appartenant au débiteur, et qui se trouvent, au moment de l'ouverture de la procédure, sur le territoire d'un autre Etat membre ». L'on peut ajouter, toutefois, que cette immunisation n'est que *partielle*, puisque le syndic peut exiger qu'une procédure secondaire soit ouverte dans l'Etat où les biens sont situés si le débiteur y a un établissement. Enfin, toute décision prise par le tribunal d'un Etat membre compétent pour la procédure principale est, en principe, reconnue immédiatement dans les autres Etats membres sans autre examen (art. 16).

[53] L'art. 29 de ce projet de Convention (tel qu'approuvé par le Conseil de Direction d'UNIDROIT lors de sa 79ème session, tenue à Lisbonne du 10 au 13 avril 2000) a la teneur suivante :

square brackets. This is in response to concerns raised by one delegation that the word "acquisition" could be interpreted as extending the Convention to *non*-proprietary questions, which is by no means the intention. The second change is that references to "variation" and "extinction" of an account right have been added in response to the suggestion made by one delegation, which seemed to be generally supported at the Plenary Session.

Furthermore, it is important to stress that the Convention does *not interfere with the question as to how contractual transfers of property operate in the various legal systems* (*i.e.*, principle of consent[49] or principle of delivery ("*traditio*")). The basic issue addressed in Article 5(b) is to know whether the property right has been "created" or not and whether it can be validly disposed of.

Regarding Article 5(c), it has already been mentioned in relation to Article 2 that the February draft has included the definition of the term "perfection" in Article 2. No other change of substance has been made to this provision.

Article 5(d) states that the question of priority among competing claims will be governed by the substantive law of the PRIMA jurisdiction. This could also cover issues commonly described in some legal systems as whether a person who acquires an interest takes that interest free from adverse claims. In addition, this law will also determine the possible duties of a securities intermediary to a person who asserts an adverse claim to the account holder's interest.

Finally, Article 5(e) covers proprietary aspects of realisation – questions as to *whether* and *in what manner* a collateral taker may sell or realise the collateral once there has been a default by the collateral provider.

Article 6: Insolvency

This important provision addresses the delicate question of the effects of a bankruptcy procedure on a transaction (in particular a *collateral* transaction) whose proprietary aspects are governed by the substantive law of the PRIMA jurisdiction.[50] At the outset, it should be noted that insolvency laws might have an impact in two ways on the law applicable to the taking of securities as collateral. First, insolvency laws might impact *whether a proprietary interest has been properly created and perfected*. Secondly, insolvency laws might jeopardise the *effects* of such interest within a bankruptcy procedure. The proposed Convention addresses both these issues in Article 6. It aims at finding the delicate balance between preserving the effectiveness of an interest perfected under PRIMA, while not vitiating rules in bankruptcy that affect secured parties.[51]

A. *Respect of validly perfected interests (paragraph 1)*

A large number of experts endorsed the principle that an interest validly perfected under PRIMA should be respected under the provisions of specific insolvency laws. This is stated as a general principle in Article 6, paragraph 1. The general principle is subject to exceptions, the scope of which raises important policy issues which are discussed further below. It was, however, generally agreed that the exceptions should not be phrased so as to permit the insolvency court to apply a conflicts rule different from PRIMA in identifying the law to govern proprietary issues such as creation and perfection. The approach taken in paragraph 1 is based on both the Council Regulation (EC) No 1346/2000 on Insolvency Proceedings (Art. 5, para. 1),[52] and on the draft UNIDROIT Convention on International Interests in Mobile Equipment (Art. 29, paras. 1 and 2).[53]

[49] One may add, however, that in the context of indirectly held securities, the principle of consent may not be effective in its traditional form. In English and Italian law, for example, the appropriate provisions clearly state that the general principle applies only to the transfer of property in *specific* goods, while in France the principle only applies in relation to "immediately identifiable" goods. In an indirect holding structure based on fungible accounts, however, the securities are neither "specific" nor "immediately identifiable". Hence, in legal systems based on the principle of consent, subsidiary rules are needed to apply the principle to transfer of generic goods.

[50] As a matter of fact, the crucial question with respect to a pledge is its efficacy in the event of the debtor's insolvency. This being said, States have always been very sensitive to any possible intrusion into their domestic insolvency law regime. It is against this background that Prel. Doc. No 1, pp. 17-19, suggested that the proposed Convention should not interfere with national insolvency rules. This issue had not been discussed in full detail during the informal discussions prior to the January meeting; the matter was in fact deliberately left for discussion at the January experts meeting.

[51] The provision is drafted without specifying against whom the insolvency proceedings are brought. This way, it covers any relevant insolvent debtor, including the intermediary.

[52] This Regulation, which entered into force on 31 May 2001, has been adopted with a view to developing more uniform procedures that will avoid incentives for the parties to transfer assets or judicial proceedings from one Member State to another in order to obtain a more favourable legal position. The proposed solutions rely on the principle of proceedings with universal scope, while retaining the possibility of opening secondary proceedings within the territory of the Member State concerned. The Regulation applies "to collective insolvency proceedings which entail the partial or total divestment of a debtor and the appointment of a liquidator" (Art. 1, para. 1). It applies equally to all proceedings, whether the debtor is a natural person or a legal person, a trader or an individual. However, it does not apply to insolvency proceedings concerning insurance undertakings, credit institutions, investment undertakings which provide services involving the holding of funds or securities for third parties, and collective investment undertakings (Art. 1, para. 2). The courts with jurisdiction to open insolvency proceedings are those of the Member State where the debtor has his centre of "main interests" (Art. 3, para. 1; in the case of a company or legal person, this is the place of the registered office, in the absence of proof to the contrary). Secondary proceedings may be opened subsequently to liquidate assets located in another Member State (Art. 3, para. 2; these secondary proceedings are restricted to the assets of the debtor located in the other Member State). The law of the Member State in which proceedings are opened determines all the effects of those proceedings (Art. 4; conditions for the opening of the proceedings, their conduct and closure, questions of substance such as the definition of debtors and assets, effects of proceedings on contracts, individual creditors, claims, etc.). However, the *in rem* rights of third parties in respect of the debtor's assets located in another Member State are not affected by the opening of an insolvency proceeding in another Member State (see further comments on this issue in the text). Art. 5, para. 1 reads as follows: "The opening of insolvency proceedings shall not affect the rights *in rem* of creditors or third parties in respect of tangible or intangible, moveable or immoveable assets – both specific assets and collections of indefinite assets as a whole which change from time to time – belonging to the debtor which are situated within the territory of another Member State at the time of the opening proceedings." One may add, however, that this immunisation is only *partial*, as the liquidator may request secondary proceedings to be opened in the State where the assets are located if the debtor has an establishment there. Finally, decisions by the court with jurisdiction for the main proceedings are, in principle, recognised immediately in the other Member States without further scrutiny (Art. 16).

[53] Article 29 of this draft Convention (as approved by the UNIDROIT Governing Council at its 79th session, held in Lisbon from 10 to 13 April 2000) reads as follows:

La création, la validité et la portée des droits réels sont soumises à leur propre loi applicable (en général, la *lex rei sitae* ou, dans le contexte spécifique des titres intermédiés, PRIMA). L'objectif fondamental poursuivi à l'alinéa 1 est de donner effet à un droit créé en vertu de la loi de l'Etat dans lequel les biens sont « situés » et donc dans lequel des droits portant sur ces biens peuvent, en fin de compte, être exécutés. En d'autres termes, le système préserve la certitude juridique pour les droits relatifs à ces biens. Les droits réels ne peuvent assumer leur fonction de manière appropriée que si l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité dans un autre Etat ne les affecte pas plus que l'ouverture d'une telle procédure dans l'Etat de leur situation.

B. *Les réserves (alinéa 2)*

Dans le projet de février 2001, le principe énoncé à l'article 6, alinéa 1, est sujet à deux réserves importantes contenues à l'alinéa 2. Ces limitations sont inspirées du projet de Convention d'UNIDROIT relative aux garanties internationales portant sur des matériels d'équipements mobiles.

(a) *Le projet de Convention d'UNIDROIT relative aux garanties internationales portant sur des matériels d'équipements mobiles*

Tout comme l'article 29, alinéa 3 du projet de Convention d'UNIDROIT relative aux garanties internationales portant sur des matériels d'équipements mobiles, l'article 6, alinéa 2 du projet de février 2001 a pour objectif :

(a) de préserver certaines règles relatives aux procédures d'insolvabilité telles que le *rang* des catégories de créances et les *règles relatives à la nullité* des transactions, et

(b) d'éviter toute contradiction avec des règles portant sur l'exécution de droits réels ou de droits de sûretés en attendant l'issue d'une procédure de *réorganisation*.

Le principal raisonnement sous-jacent à la lettre (a) est de préserver certaines règles d'insolvabilité en vertu desquelles certains types de créances (tels que salaires ou impôts) devraient avoir priorité sur tout autre droit. Plusieurs experts ont indiqué que dans leurs juridictions respectives de telles règles d'insolvabilité avaient un caractère d'ordre public et donc devraient l'emporter sur tout autre droit[54]. De plus, afin d'assurer que des procédures de réorganisation n'échouent pas (en raison, par exemple, d'une partie bénéficiaire d'une sûreté qui exercerait sa garantie), la lettre (b) est destinée à soumettre une sûreté à de telles procédures (par exemple, un sursis).

Un premier groupe d'experts a soutenu les principes sous-jacents à l'article 6. Un autre groupe s'est toutefois interrogé sur les limitations contenues à l'alinéa 2 et sur son effet qui est de soumettre un droit de sûreté à la *lex concursus*. A son avis, les effets de l'alinéa 2 auraient une portée trop importante. Aussi, ces experts ont-ils proposé qu'en cas d'insolvabilité, les droits réels du bénéficiaire d'une sûreté soient déterminés *exclusivement* en vertu de PRIMA. Cette approche, qui étend les effets de PRIMA au détriment de la *lex concursus,* est inspirée du Règlement européen relatif aux procédures d'insolvabilité. Lors de la réunion de janvier et des discussions informelles menées depuis, de nombreux experts ont souligné qu'il était important d'assurer une compatibilité entre la Convention de La Haye proposée et la législation de l'Union européenne. Toutefois, la Convention proposée doit principalement porter sur PRIMA et il serait judicieux de ne pas être trop ambitieux sur les questions d'insolvabilité afin de ne pas perdre de vue l'objectif principal du projet.

(b) *Le Règlement de l'Union européenne relatif aux procédures d'insolvabilité*

Comme il a déjà été indiqué, l'article 5, alinéa 1 du Règlement de l'Union européenne relatif aux procédures d'insolvabilité exclut des effets d'une procédure les droits réels d'un tiers ou d'un créancier sur des biens appartenant au débiteur qui, au moment de l'ouverture de la procédure, se trouvent sur le territoire d'un autre Etat membre[55]. Tout comme le projet de Convention d'UNIDROIT, le Règlement européen « n'immunise » pas complètement les droits réels contre une procédure d'insolvabilité du débiteur[56]. En vertu de l'article 5, alinéa 4, le principe de protection établi à l'alinéa 1 « ne fait pas obstacle aux actions en nullité, en annulation ou en inopposabilité visées à l'article 4, paragraphe 2, point m) »[57]. Conformément à cette dernière disposition, ces actions sont soumises à la *lex concursus*. Jusqu'ici, le système est comparable à celui prévu par le projet de Convention d'UNIDROIT. L'article 5, alinéa 4, doit cependant être lu avec l'article 13 du Règlement. L'article 13 est en effet crucial puisqu'il établit que la possibilité d'une action portant sur la nullité, l'annulation ou l'inopposabilité en vertu de la *lex concursus* « n'est pas applicable lorsque celui qui a bénéficié d'un acte préjudiciable à l'ensemble des créanciers apporte la preuve que :

– cet acte est soumis à la loi d'un autre Etat membre que l'acte d'ouverture, et que

– cette loi ne permet en l'espèce, par aucun moyen, d'attaquer cet acte. »

Ainsi, si préalablement à l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité du débiteur, un bénéficiaire d'une sûreté a accompli toutes les conditions nécessaires pour rendre sont droit opposable en vertu de PRIMA, et qu'en vertu de cette loi, le droit du bénéficiaire de la sûreté ne peut pas être remis en question, la *lex concursus* ne doit plus pouvoir affecter ce même droit. De même, si les conditions d'une *actio pauliana* sont remplies en vertu de la *lex concursus,* mais pas en vertu de la loi désignée par PRIMA

«1. Une garantie internationale est opposable à des procédures d'insolvabilité dont le débiteur fait l'objet lorsque, antérieurement à l'ouverture des procédures d'insolvabilité, cette garantie a été inscrite conformément à la présente Convention.
2. Aucune disposition du présent article ne porte atteinte à l'opposabilité d'une garantie internationale dans des procédures d'insolvabilité lorsque cette garantie est opposable en vertu de la loi applicable.
3. Aucune disposition du présent article ne porte atteinte à toute règle du droit en matière d'insolvabilité relative à la résolution d'une transaction en raison d'un règlement préférentiel ou d'un transfert en fraude des droits des créanciers, ou à toute règle de procédure en matière d'insolvabilité relative à l'exercice des droits de propriété soumis au contrôle ou à la surveillance de l'administrateur d'insolvabilité. »

[54] Un autre groupe d'experts a expressément remis en question cette conclusion. Lors de la réunion, un expert a proposé que toutes les délégations mènent une enquête en vue d'établir si les règles visées à l'alinéa 2 étaient effectivement considérées comme tombant dans le champ d'application de l'exception de l'ordre public.

[55] Voir ci-dessus, note de bas de page 52 et le texte s'y rapportant. L'on peut ajouter que si les biens sont situés dans un Etat non membre, l'art. 5 ne s'applique pas.

[56] C'est à dessein que le Règlement de l'Union européenne ne définit pas ce qu'il faut entendre par « droits réels ». En effet, si le Règlement imposait une telle définition, il encourrait le risque de considérer comme droit réel des droits que le droit de l'Etat où les biens sont situés ne considère pas comme étant de nature réelle, ou, à l'inverse, de ne pas englober des droits que l'Etat de la situation du bien considère comme étant de nature réelle. Aussi, la classification d'un droit comme droit réel doit-elle se faire en application de la loi nationale qui en vertu des principes généraux de conflit de lois s'appliquent aux droits réels (en général, la *lex rei sitae,* ou dans le contexte des titres intermédiés, la loi désignée en vertu de PRIMA).

[57] De plus, si la loi de l'Etat où les biens sont situés permet que ces droits réels soient affectés d'une quelconque façon, le syndic « ou toute autre personne habilitée » peut demander qu'une procédure secondaire soit ouverte dans cet Etat, à condition que le débiteur y ait un établissement. Les procédures secondaires sont menées conformément aux lois nationales et le syndic peut affecter ces droits aux mêmes conditions que pour une procédure purement interne.

The creation, validity and scope of *in rem* rights are governed by their own applicable law (in general, the *lex rei sitae*, or, in the specific context of indirectly held securities, PRIMA). The fundamental policy pursued in paragraph 1 is to give effect to a right created under the law of the State where the assets are "situated" and hence can eventually be enforced. In other words, the system preserves legal certainty of the rights over these assets. Rights *in rem* can only properly fulfil their function if they are not more affected by the opening of insolvency proceedings in other States than they would be by the opening of national insolvency proceedings.

B. *The qualifications (paragraph 2)*

In the February 2001 draft of Article 6, the principle stated in paragraph 1 is subject to two important qualifications embodied in paragraph 2. These qualifications are based on the draft UNIDROIT Convention on International Interests in Mobile Equipment.

(a) *Draft UNIDROIT Convention on International Interests in Mobile Equipment*

Like Article 29, paragraph 3, of the draft UNIDROIT Convention on International Interests in Mobile Equipment, the February 2001 draft of Article 6, paragraph 2, aims at:

(a) preserving certain rules relating to insolvency proceedings such as the *ranking* of categories of claims and *avoidance rules*; and

(b) avoiding interfering with rules about the enforcement of real rights or security interests pending *reorganisation*.

The basic reasoning underlying sub-paragraph (a) is to preserve insolvency rules which may declare that certain types of claims (*e.g.*, wages and taxes) should have priority over any other interest. Several experts stated that in their respective jurisdictions such insolvency rules would have public policy character and hence would have to prevail over any other interest.[54] Furthermore, to ensure that reorganisation proceedings do not collapse (because, for example, a secured party seizes crucial assets), sub-paragraph (b) is designed to subject the security interest to such procedures (*e.g.*, a stay).

A first group of experts agreed with the principles underlying Article 6. Another group, however, questioned the qualifications in paragraph 2 and its effect of submitting the interests in the pledge to the *lex concursus*. In their opinion, the effects of paragraph 2 would be too far-reaching. Instead, these experts suggested that the proprietary rights of the beneficiary in cases of insolvency should be determined *exclusively* in accordance with PRIMA. This approach, which expands the effects of PRIMA to the detriment of the *lex concursus*, is inspired by the European Insolvency Regulation. During the January meeting and in subsequent informal discussions, a number of experts have stressed that it was important to ensure compatibility between the proposed Hague Convention and the European Legislation. The general focus of the proposed Convention, however, should remain on PRIMA and it may be worthwhile not to be too ambitious on insolvency issues so as not to lose sight of the principal aim of the project.

(b) *The European Insolvency Regulation*

As already mentioned, Article 5, paragraph 1 of the European Insolvency Regulation (EIR) excludes from the effects of the proceedings rights *in rem* of third parties and creditors in respect of assets belonging to the debtor, which, at the time of the opening of proceedings, are situated within the territory of another Contracting State.[55] Similar to the draft UNIDROIT Convention, the EIR does not "immunise" rights *in rem* against the debtor's insolvency altogether.[56] According to Article 5, paragraph 4, the principle of protection embodied in paragraph 1 "shall not preclude actions for voidness, voidability or unenforceability as referred to in Article 4(2)(m)."[57] Pursuant to the latter provision, these actions are governed by the *lex concursus*. So far, the system is comparable to the one embodied in the draft UNIDROIT Convention. Article 5, paragraph 4, however, has to be read in conjunction with Article 13 of the EIR. Article 13 is indeed crucial, as it states that the possibility of an action for voidness, voidability or unenforceability under the *lex concursus* "shall not apply where the person who benefited from an act detrimental to all creditors provides proof that:

– the said act is subject to the law of a Member State other than that of the State of the opening of proceedings, and

– that law does not allow any means of challenging that act in the relevant case."

Hence, if prior to the opening of the debtor's insolvency proceedings, a collateral taker has fulfilled all the perfection requirements under PRIMA, and the collateral taker's interest is not subject to further challenge under the PRIMA jurisdiction's law, the collateral taker's interest should be given full effect and not be affected by the *lex concursus*. Accordingly, if the conditions for an *actio pauliana* would be fulfilled under the *lex concursus*, but not under the PRIMA jurisdiction (because, for example, the suspect

"1. In insolvency proceedings against the debtor an international interest is effective if prior to the commencement of the insolvency proceedings that interest was registered in conformity with this Convention.
2. Nothing in this Article impairs the effectiveness of an international interest in the insolvency proceedings where that interest is effective under the applicable law.
3. Nothing in this Article affects any rules of insolvency law relating to the avoidance of a transaction as a preference or a transfer in fraud of creditors or any rules of insolvency procedure relating to the enforcement of rights to property which is under the control or supervision of the insolvency administrator."

[54] Another group of experts expressly questioned this conclusion. During the meeting, one expert suggested that all delegations should enquire in their own jurisdictions whether the cases listed in paragraph 2 would in fact be regarded as falling under the public policy exception.

[55] See *supra*, footnote 52 and accompanying text. If the assets are situated in a non-Contracting State, Art. 5 is not applicable.

[56] It has to be noted that the EIR does not define what "rights *in rem*" are. If it were to impose such a definition, it would indeed run the risk of describing as rights *in rem* legal positions which the law of the State where the assets are located does not consider to be rights *in rem*, or of not encompassing rights *in rem* which do not fulfil the conditions of that definition. Hence, the classification of a right as a right *in rem* must be sought in the national law which, according to the general conflict of laws principles, governs rights *in rem* (*i.e.*, in general, the *lex rei sitae*, or in the context of indirectly held securities, the PRIMA jurisdiction).

[57] Furthermore, if the law of the State where the assets are located allows these rights *in rem* to be affected in some way, the liquidator (or indeed any other person thus empowered) may request secondary proceedings to be opened in that State if the debtor has an establishment there. The secondary proceedings are conducted according to national law and allow the liquidator to affect these rights under the same conditions as in purely domestic proceedings.

(puisque, par exemple, la période suspecte est plus courte dans la loi désignée par PRIMA que dans la *lex concursus*), le droit du bénéficiaire de la sûreté resterait protégé. En revanche, si la loi de PRIMA permet d'attaquer l'acte, les mesures appropriées peuvent être prises pour écarter l'acquisition ou la disposition du droit concerné.

L'article 13 constitue une défense contre l'application de toute disposition de la *lex concursus* qui invalide le droit du bénéficiaire dans des circonstances dans lesquelles il n'est pas possible d'invoquer une disposition invalidante correspondante de la loi de PRIMA. Ce mécanisme a été décrit comme étant « plus facile d'application que d'autres solutions envisageables fondées sur une application cumulative de deux lois » et comme respectant « les attentes légitimes des créanciers ou de tiers au sujet de la validité de l'acte conformément à la loi nationale normalement applicable, et de les protéger contre une intrusion d'une différente *« lex concursus »*[58].

Pour le bénéficiaire de la sûreté, ce système accroît la certitude et donc présente un avantage : il lui suffit de consulter une seule loi pour savoir comment rendre son droit opposable et pour connaître l'étendue de la protection offerte en cas d'insolvabilité du débiteur, et ses attentes sont remplies[59].

Cette brève analyse démontre qu'il semble y avoir un accord sur le principe en vertu duquel le droit national de l'insolvabilité ne doit pas permettre d'appliquer un principe autre que PRIMA pour déterminer la loi applicable aux aspects réels, par exemple à la question de savoir si un droit a valablement été créé et rendu opposable. En revanche, il n'y a pas encore de consensus sur l'étendue de la protection que devraient donner les règles de PRIMA contre une application de règles différentes de la *lex concursus*, par exemple en matière d'invalidation de transactions en raison de fraude ou de traitement préférentiel des créanciers. Deux concepts sont proposés : un premier qui est inspiré par l'objectif de préserver les effets d'une procédure d'insolvabilité locale[60], alors que l'autre tente de préserver les intérêts du bénéficiaire d'une sûreté en donnant le plus grand effet possible à PRIMA dans le cadre de la procédure d'insolvabilité des débiteurs. Il n'y a pas encore de consensus sur cette question cruciale et davantage de discussions sont nécessaires.

Article 7 : Applicabilité générale de la Convention

Une règle de conflit de lois contenue dans une Convention est dite d'application générale si la loi désignée par la règle s'applique indépendamment du fait que l'Etat dont la loi était désignée est Partie ou non à la Convention (en français, l'on parle alors fréquemment d'une convention *portant loi uniforme ;* une autre expression est de dire que la convention est applicable *erga omnes*).

Lors des discussions informelles menées avant la réunion de janvier, de même que lors de la réunion elle-même, les experts étaient unanimes pour dire que la Convention devrait être d'application générale. Ainsi, les dispositions de la Convention proposée devraient s'appliquer même si la loi désignée par la Convention proposée est la loi d'un Etat non contractant. Le principe contenu à l'article 7 de même que le texte proposé sont conformes aux Conventions modernes de La Haye portant sur les conflits de lois. Cette approche a l'avantage considérable qu'un Etat qui décide de devenir Partie à la Convention proposée obtient la certitude et la prévisibilité désirées sans devoir attendre que d'autres Etats en fassent de même.

Article 8 : Exclusion du renvoi

Lors des discussions informelles menées avant la réunion de janvier, de même que lors de la réunion elle-même, les experts étaient unanimes pour dire que la Convention ne devrait laisser aucune place au renvoi. Cela est conforme à la tradition des Conventions modernes de La Haye sur les conflits de lois qui, de manière générale, excluent toute forme de renvoi. Si la désignation de la loi applicable portait également sur les règles de droit international privé de l'Etat désigné par PRIMA, l'on réintroduirait un élément d'incertitude et l'on remettrait ainsi en question l'objectif même de la Convention proposée : en effet, si dans le cadre du concept du renvoi, les règles de droit international privé de l'Etat désigné par PRIMA désignent la loi d'un Etat qui n'est pas partie à la Convention proposée et qui en réalité adopte une approche différente à la question examinée, par exemple l'approche de la transparence, des parties à la transaction perdraient tous les bénéfices de la certitude et de la prévisibilité que la Convention proposée est destinée à fournir[61].

Article 9 : Lois d'application immédiate

A. *Lois d'application immédiate du for*

D'emblée, il est important de souligner que dans le contexte qui nous intéresse, l'expression « loi d'application immédiate » est utilisée dans un sens « international », c'est-à-dire qu'elle renvoie à des règles qui *doivent* être appliquées à la question à trancher par le tribunal *indépendamment de tout choix fait par les parties ou de toute règle de droit international privé du for qui pourrait soumettre les questions à une autre loi applicable*. L'idée qu'il s'agit là de règles « directement » applicables (dans le sens qu'elles court-circuitent le mécanisme traditionnel des conflits de loi) est bien reflétée par le terme « d'application immédiate »; l'expression allemande *« Eingriffsnormen »* est également très à propos.

Lors des discussions informelles menées avant la réunion de janvier, les experts semblaient être d'accord pour dire

[58] Ces citations sont extraites du « Rapport explicatif sur la Convention européenne sur les procédures d'insolvabilité », préparé par le Professeur Virgós (Espagne) et Monsieur Schmit (Luxembourg) [traduction du Bureau Permanent]. En substance, le Règlement n'est qu'une simple transcription de la Convention et donc le Rapport explicatif peut toujours être consulté avec profit.

[59] Une solution similaire est proposée dans le projet de Convention de la CNUDCI sur la cession de créances dans le commerce international. Dans le cas de valeurs mobilières détenues par l'intermédiaire, la nature et la priorité du droit du cessionnaire sur un produit sont régies par PRIMA (art. 24, al. 1, lettre b ; art. 31), à l'exception de deux situations : lorsque la disposition de droit matériel de l'Etat désigné par PRIMA est manifestement contraire à l'ordre public de l'Etat du for et, deuxièmement, lorsque la loi du for accorde la priorité aux droits préférentiels non consensuels (tels que salaires et impôts) ; art. 25 et 31).

[60] Lors des discussions informelles tenues à la suite de la réunion de janvier, un groupe d'experts a souligné que la Convention de La Haye ne devrait pas s'immiscer dans les règles d'insolvabilité des Etats. En conséquence, ils ont proposé de supprimer entièrement l'al. 2 ; l'art. 6 devrait se limiter à poser le principe énoncé à l'al. 1.

[61] Il convient de noter que la Directive de l'Union européenne concernant les contrats de garanties financières (telle que publiée par la Commission le 27 mars 2001) exclut également le renvoi (art. 10, al. 1) ; de même, la référence à la loi désignée *(« local law »)* à l'art. 8-110 de l'UCC renvoie à la loi d'un Etat à l'exclusion des règles de conflit de lois (voir le Commentaire Officiel, *Official Comment*, UCC, édition 2000, p. 712).

period is shorter in the latter than in the former), the collateral taker's interest would remain protected. If, on the other hand, the PRIMA jurisdiction's law *does* allow for the act to be challenged, the appropriate steps may be taken to set aside the acquisition or disposition of the account right concerned.

Article 13 represents a defence against the overriding application of any provision of the *lex concursus* invalidating the collateral taker's interest in circumstances where it is not possible to invoke a corresponding invalidating provision under the law of the PRIMA jurisdiction. This mechanism is said to be "easier to apply than other possible solutions based on the cumulative application of the two laws" and to "uphold legitimate expectations of creditors or third parties of the validity of the act in accordance to the normally applicable national law, against interference from a different '*lex concursus*'".[58]

For the collateral taker, this system enhances certainty and thus represents an advantage: he only has to look at one single law for both the perfection requirements and the extent of protection offered in case of the debtor's insolvency and his expectations would be respected.[59]

This brief analysis indicates that there seems to be agreement on the principle that local insolvency rules should not be permitted to apply a principle different from PRIMA to identify the law applicable to proprietary issues such as whether an interest has been validly created and perfected. There is, however, no consensus as yet as to the extent of any further protection which should be given to any rules of the PRIMA jurisdiction against the application of differing rules of the insolvency, for example, in relation to matters such as the invalidation of transactions on the grounds of preference or fraud on creditors. Two concepts are proposed: one that is guided by the aim of preserving the effects of the local insolvency law,[60] and another that aims at preserving the collateral taker's interest by giving PRIMA the greatest possible effect in the debtor's insolvency procedure. No consensus has yet been reached on this crucial question and further discussions are needed.

Article 7: General Applicability

A conflict of laws rule embodied in a convention is said to be generally applicable if the law designated by the rule applies irrespective of whether or not the State whose legal order has been designated is a Party to the convention (in French, this is often referred to as a convention *portant loi uniforme*; another expression is to say that the convention is applicable *erga omnes*).

During informal discussions prior to the January meeting, as well as during the meeting itself, there was consensus among the experts that the Convention should be generally applicable. Thus, the provisions of the proposed Convention should apply even if the law designated by the proposed Convention is the law of a non-Contracting State. Both the principle embodied in Article 7 and the actual language are in line with modern Hague Conventions on conflicts of laws. This approach has the considerable advantage that States which decide to become a Party to the proposed Convention would obtain the desired certainty and predictability, without having to wait for others to join.

Article 8: Exclusion of renvoi

During informal discussions prior to the January meeting, as well as during the meeting itself, there was consensus among the participants that the Convention should leave no room for *renvoi*. This is in line with the tradition of the modern Hague Conventions on the conflict of laws which, in general, exclude any form of *renvoi*. If the designation of the applicable law were to include the PRIMA jurisdiction's private international law rules, one would reintroduce an element of uncertainty and thereby frustrate the purpose of the proposed Convention: if, within a *renvoi* concept, the PRIMA jurisdiction's private international law rules point to the law of a State which is not a Party to the proposed Convention and which in fact has adopted a different approach to the question at stake, for example the "look-through approach", the parties to a transaction would lose all the benefits of certainty and predictability that the proposed Convention is designed to provide.[61]

Article 9: International mandatory rules

A. *Mandatory rules of the* forum

At the outset, it is important to note that in the present context the term "mandatory rules" is used in an "international sense", that is, it refers to rules which *must* be applied to the issue before the court *regardless of any choice of law by the parties or any rule of the local private international law under which the issues would otherwise be referred to another legal system.* This idea of "directly" applicable rules (in the sense that they short-cut traditional private international law mechanisms) is quite appropriately reflected in the French expression *lois d'application immédiate;* the German expression *Eingriffsnormen* is equally pertinent.

During the informal discussions prior to the January meeting, the experts seemed to agree that the mandatory rules

[58] These quotations are from the "Explanatory Report on the European Convention on Insolvency Proceedings" prepared by Prof. Virgós (Spain) and Mr Schmit (Luxembourg). In essence, the Regulation is a mere transcript of the Convention and hence the Explanatory Report may still be consulted with benefit.

[59] A similar solution is proposed in the draft UNCITRAL Convention on Assignment of Receivables in International Trade. In the case of investment securities held through a securities intermediary, the characteristics and priority of the assignee in proceeds are governed by PRIMA (Art. 24, para. 1, sub-para. b; Art. 31), except in two situations: first, where the substantive provision of the PRIMA jurisdiction would be manifestly contrary to the public policy of the forum State, and secondly, where non-consensual preferential rights (such as wages and tax) are given priority in the forum State (Arts 25 and 31).

[60] During informal discussions subsequent to the January meeting, a group of experts stressed that the proposed Hague Convention should refrain from interfering with local insolvency laws. As a result, they suggested that para. 2 should be deleted altogether and that Art. 6 should be limited in stating the principle embodied in para. 1 only.

[61] It is worth noting that the proposed EU Collateral Directive (as released by the Commission on 27 March 2001) also excludes *renvoi* (Art. 10, para. 1); similarly, the reference to "local law" in Art. 8-110 U.C.C. refers to the law of a jurisdiction other than its conflict of laws rules (see Official Comment, U.C.C., 2000 Edition, p. 712).

que les règles d'application immédiate du for devraient demeurer applicables en sus des dispositions désignées par PRIMA. Il a principalement été soutenu qu'il était peu probable qu'un juge n'applique pas les règles d'application immédiate du for : ces règles doivent être considérées comme une expression de valeur fondamentale et d'une importance telle que sur un plan de politique législative, elles doivent être appliquées dans n'importe quelle procédure devant les tribunaux du for, même si les questions sont en principe soumises à une loi étrangère.

Lors de la réunion de janvier, le principe évoqué a toutefois subi d'importantes limitations. Les experts ont unanimement souligné que si des règles du for relatives aux conditions d'opposabilité d'un droit ou au rang des créances devaient être appliquées, le principe PRIMA serait sérieusement ébranlé et un élément d'incertitude réintroduit. En conséquence, il a été convenu que seules les règles d'application immédiate du for *qui n'imposent pas de condition relative au caractère opposable d'un droit ou qui ne portent pas sur la question des rangs des créances* devaient être appliquées. En d'autres termes, toute disposition du for qui en matière d'opposabilité prévoit un mécanisme différent de celui applicable en vertu de PRIMA n'est pas une règle d'application immédiate du for dans le sens de l'article 9. En conséquence, un droit rendu opposable en vertu de PRIMA ne peut pas être invalidé pour la seule raison qu'il ne correspond pas aux conditions d'opposabilité prévues par le for[62].

Il se pose alors la question des situations dans lesquelles le for (par exemple, l'Etat de l'investisseur) impose une condition à l'opposabilité d'un droit qui, en l'occurrence, devrait être *réalisée dans un autre Etat* (par exemple, l'inscription dans un registre public de l'Etat du lieu de l'émetteur). Cette question a été brièvement examinée lors de la réunion de janvier. Les experts ont unanimement conclu qu'une telle condition au caractère opposable d'un droit ne pouvait *pas* être qualifiée de loi d'application immédiate, puisqu'elle impose une action dans un autre Etat. Or, les règles d'application immédiate du for sont toujours limitées au territoire de cet Etat.

B. *Règles d'application immédiate d'un Etat tiers*

Les experts se sont également interrogé sur la question de savoir si les règles d'application immédiate d'un Etat tiers devaient être prises en considération.

Le concept des règles d'application immédiate d'un Etat tiers peut être illustré à l'aide de l'exemple suivant : un investisseur détient des titres émis par une société constituée en vertu du droit de l'Etat X par le biais d'un intermédiaire situé dans l'Etat Y et l'investisseur donne les droit qu'il détient sur ces titres en garantie. Le droit de l'Etat X prévoit que tous les nantissements portant sur des titres émis par des sociétés formées en vertu du droit de X doivent être enregistrés auprès d'un registre public de l'Etat X. Une telle situation pourrait soulever la question de savoir si la loi de l'Etat X doit être prise en considération en plus de la loi de l'Etat Y qui, en vertu de PRIMA, s'applique aux aspects réels de l'opération.

Les experts sont rapidement tombés d'accord pour dire que les règles d'application immédiate d'un Etat tiers ne devaient *pas* être prises en considération. En effet, aucun expert n'était en faveur d'insérer le concept des règles d'application immédiate d'un Etat tiers dans la Convention proposée. Le besoin de prendre en considération les règles d'application immédiate d'un Etat tiers pourrait potentiellement réintroduire un élément d'incertitude et donc remettre en question l'objectif même de la Convention. Lors des discussions informelles avant la réunion, il avait déjà été souligné que le concept des lois d'application immédiate d'un Etat tiers était certes admis dans plusieurs Etats en matière contractuelle, mais qu'il ne paraissait guère approprié en matière de droits réels. De plus, si les règles d'application immédiate d'un Etat tiers devaient être prises en considération, au moins deux questions supplémentaires se poseraient : (i) la loi de n'importe quel Etat tiers devrait-elle être prise en considération ou uniquement la loi d'un Etat avec lequel les faits présentent un lien étroit et substantiel ? (ii) la prise en considération des règles d'application d'un Etat tiers devrait-elle être obligatoire ou soumise à la discrétion du juge du for ? Compte tenu de l'incertitude potentielle que le concept pourrait introduire, il a paru préférable aux experts d'abandonner ce concept dans la Convention proposée[63].

De toute évidence, l'exclusion des règles d'application immédiate d'un Etat tiers ne s'étend pas aux règles relatives à la faillite d'un autre Etat qui tombent dans le champ d'application de l'article 6. Cette dernière disposition peut être considérée comme étant une *lex specialis* par rapport à l'article 9.

Article 10 : L'ordre public

L'article 10 contient l'exception traditionnelle de l'ordre public qui peut-être trouvée dans la plupart des conventions de droit international privé portant sur les conflits de lois. Conformément à toutes les conventions modernes de La Haye, cet article prévoit qu'une disposition ne peut être écartée que si son application est *manifestement* incompatible avec l'ordre public du for.

L'article 10 peut être considéré comme la face « négative » de l'ordre public, c'est-à-dire comme une technique qui conduit à refuser ou à rejeter une norme spécifique. A l'inverse, l'article 9 qui traite du concept des lois d'appli-

[62] Le mécanisme proposé à l'art. 9 est similaire à celui suggéré à l'art. 25 du projet de Convention de la CNUDCI sur la cession de créances dans le commerce international. En vertu de ce dernier, les règles d'application du for s'appliquent sauf en matière d'opposabilité ou de rang des créances. Des droits préférentiels non consensuels ne sont toutefois *pas* exclus (en d'autres termes, ces droits ne sont pas une exception à l'exception ; pour plus de détails, voir aussi ci-dessous, note de bas de page 63). Les experts voudront peut-être clarifier ce point, mais il est suggéré ici que la même exception relative aux droits préférentiels non consensuels s'applique vraisemblablement dans le cadre de la Convention de La Haye proposée. Le champ d'application de cette dernière est en effet limité à des transactions *consensuelles*, par opposition aux droits naissant de plein droit (voir les commentaires à l'art. 1). Il en résulte que l'exclusion à l'art. 9 peut, elle aussi, uniquement s'appliquer aux transactions consensuelles, laissant ainsi intacts les droits préférentiels non consensuels. Si les experts désirent parvenir à un résultat différent, une référence explicite devra être insérée dans la Convention proposée.

[63] En vertu de l'art. 31 du projet de Convention de la CNUDCI sur la cession de créances dans le commerce international, le for peut écarter les règles de la loi désignée et, à leur place, appliquer non seulement ses propres règles impératives mais également celles d'un *autre Etat*. A priori, le projet de Convention de la CNUDCI semble donc prendre une position différente à celle de la Convention de La Haye proposée. Cependant, il doit être noté que dans le contexte du projet de Convention de la CNUDCI, il n'est pas permis d'écarter des règles sur le rang des créances ou sur les conditions d'opposabilité du droit applicable, puisque ces règles sont considérées comme étant des règles impératives elles-mêmes ; de plus, le fait de les écarter pourrait créer une incertitude qui aurait un impact négatif sur les coûts ou sur la possibilité d'obtenir un crédit (voir ci-dessus, note de bas de page 62, ainsi que le Rapport du Groupe de Travail des Pratiques en matière des Contrats internationaux sur les Travaux de la 23ème session (Vienne, 11-22 décembre 2000), Doc. Numéro A/CN.9/486, 9 janvier 2001, paragraphe 88).

Rapport du Groupe de travail

of the forum *should* remain applicable in addition to the provisions designated under PRIMA. It was mainly argued that it was unlikely that a judge would disregard the mandatory rules of the forum: these rules are to be regarded as an expression of fundamental values which are so important that, as a matter of policy, the rules must apply in any action before a court of the forum, even where the issues are in principle governed by a foreign law.

During the January meeting, however, the principle mentioned above was severely confined. The experts unanimously stressed that if perfection or priorities rules of the forum were to be applied, the PRIMA principle would be seriously undermined and an element of uncertainty reintroduced. As a result, it was agreed that only those mandatory rules of the forum would have to be applied which *do not impose requirements with respect to perfection and do not relate to priorities*. In other words, any rule of the *forum* that requires a different mechanism of perfection than the mechanism applicable under PRIMA is not a mandatory rule in the sense of Article 9. As a result, an interest perfected under PRIMA may not be invalidated merely because it does not comply with a perfection requirement of the *forum*.[62]

The issue then arises of situations where the *forum* (*e.g.*, the investor's jurisdiction) imposes a perfection requirement that has to be *fulfilled in another jurisdiction* (*e.g.*, registration in a public register of the issuer's jurisdiction). This question was briefly discussed during the January meeting. The experts unanimously agreed that such a perfection requirement could *not* be regarded as an international mandatory rule, because it imposes an act to be taken in a different jurisdiction. Mandatory rules, however, are self-confined to the territory of the relevant jurisdiction.

B. *Mandatory rules of third States*

The experts also discussed the question of whether mandatory rules of third States should be taken into consideration.

The concept of mandatory rules of third States may be illustrated by way of an example in which it is assumed that the securities held by an investor through an intermediary located in State Y are securities issued by a corporation formed under the laws of State X, and the investor provides its interests in these securities as collateral under a pledge mechanism. Let us further assume that the law of State X requires that all pledges over securities issued by corporations incorporated in State X be filed in a public register in State X. Under this fact pattern, the question could arise as to whether the law of State X has to be taken into consideration in addition to the law of State Y which, as a result of PRIMA, governs the proprietary aspects of the collateral transaction.

There was clear and swift consensus among the experts that mandatory rules of third States should *not* be taken into consideration. In fact, not one expert was in favour of retaining the concept of mandatory rules of third States in the proposed Convention. Any requirement to take into consideration the mandatory rules of a third State would indeed potentially reintroduce an element of uncertainty and thus frustrate the purpose of the proposed Convention. During informal discussions prior to the meeting, it had already been stressed that although admitted in some countries in a contractual context in particular, the concept of mandatory rules of third States is not appropriate in the context of proprietary rights. If mandatory rules of a third State were to be considered, at least two subsequent issues would arise: (i) would the law of any third country be relevant or only that of a country with a close and substantial connection? (ii) should the application of the mandatory law of the third country be mandatory itself or be at the discretion of the forum? Given the potential uncertainty that the concept might introduce, it seemed preferable to the experts to abandon this concept in the proposed Convention.[63]

Obviously, the exclusion of mandatory rules of third States does not cover bankruptcy rules of a foreign country which fall under Article 6. The latter may be regarded as a *lex specialis* to Article 9.

Article 10: Public policy

Article 10 contains the traditional public policy *(ordre public)* exception that can be found in most private international law treaties dealing with conflict of laws issues. As is the case for all modern Hague Conventions, the exception states that a provision may only be refused if its application is *manifestly* incompatible with the public policy of the *forum*.

Article 10 can be regarded as the "negative" facet of public policy, *i.e.*, a technique which leads to the *refusal* or *rejection* of applying a specific norm. By contrast, Article 9, which deals with the concept of mandatory

[62] The mechanism proposed in Art. 9 is similar to the one suggested in Art. 25 of the draft UNCITRAL Convention on Assignment of Receivables. According to the latter, mandatory rules of the *forum* apply except for the issues of perfection or priority. Non-consensual preferential rights, however, are *not* excluded (in other words, they are an exception to the exception; for more details, see also *infra*, footnote 63). The experts may wish to clarify this point, but it is suggested here that the same exception with regard to non-consensual preferential rights would probably apply under the proposed Hague Convention. The scope of the latter is indeed limited to *consensual* transactions as opposed to rights arising by *operation of law* (see comments under Article 1). As a result, the exclusion in Art. 9 can also only apply to consensual transactions, leaving non-consensual preferential rights intact. If the experts aim at a different outcome, there should be a explicit reference in the text of the proposed Convention.

[63] According to Art. 31 of the Draft UNCITRAL Convention on Assignment of Receivables in international trade, the forum may set aside rules of the applicable law and instead apply not only its own mandatory rules but also the rules *of another State*. At first sight, therefore, the draft UNCITRAL Convention seems to take a different path than the proposed Hague Convention. It should be added, however, that in the context of the draft UNCITRAL Convention the setting aside of the priority or perfection provisions of the applicable law is not allowed on the basis that those provisions are of mandatory nature themselves and that setting them aside could result in uncertainty that would have a negative impact on the cost or the availability of credit (see *supra*, footnote 62 and the report of the Working Group on International Contract Practices on the work of its twenty-third session (Vienna, 11-22 December 2000), Doc. Number A/CN.9/486, 9 January 2001, para. 88).

cation immédiate, peut être qualifié de face « positive » de l'ordre public, c'est-à-dire comme une technique qui impose ou requiert qu'une norme spécifique soit appliquée. Bien que ces deux faces utilisent une technique différente, elles poursuivent le même objectif : assurer que l'ordre public du for est respecté. Aussi, peut-on se demander si les articles 9 et 10 ne devraient pas être réunis en une seule disposition. Le titre de cette disposition pourrait être « ordre public positif et négatif ». Une telle disposition pourrait être plus facile à comprendre par des non-experts en matière de droit international privé qu'une référence au concept des « lois d'application immédiate ». S'il en est ainsi, l'alinéa premier de la nouvelle disposition pourrait reproduire l'actuel article 9 (qui court-circuite l'approche traditionnelle en matière de conflits de lois), et l'alinéa 2 l'idée contenue à l'article 10 (qui peut uniquement survenir à la fin du raisonnement traditionnel en matière de conflits de lois).

En ce qui concerne l'article 10, l'on peut toutefois se demander si sa teneur actuelle ne devrait pas être modifiée afin de l'aligner sur l'article 9, qui exclut expressément de son champ d'application toutes les règles du for portant sur les conditions d'opposabilité ou sur le rang des créances. Dans sa teneur actuelle, l'article 10 ne contient *pas* d'exclusion similaire. Cela ne devrait pas être interprété comme donnant la possibilité d'exclure les dispositions du for relatives aux conditions d'opposabilité ou au rang des créances « sous le titre des règles d'application immédiate et de les réintroduire sous le titre de l'ordre public » ! En d'autres termes, l'article 10 ne permet pas de prétendre dans un premier temps qu'une règle étrangère en matière d'opposabilité ou de rang des créances viole l'ordre public du for pour la simple raison qu'elle serait différente des règles du for et, dans un deuxième temps, d'appliquer les règles du for en matière d'opposabilité ou du rang des créances. On peut dire que le libellé actuel est suffisamment clair si l'on prend en compte le fait que l'incompatibilité avec l'ordre public du for doit être manifeste – la seule divergence dans le contenu ne suffit pas – et le fait que les articles 9 et 10 sont étroitement liés. Mais cela pourrait peut-être être rendu plus clair dans une seule disposition avec des commentaires appropriés dans le Rapport explicatif.

Article 11 : Etats comprenant plusieurs systèmes de droit

Cette disposition reprend deux principes bien établis en rapport avec les Etats ayant plus d'un système juridique. L'alinéa premier prévoit que les Etats comprenant différentes unités territoriales ayant leurs propres règles de droit pour des matières traitées par la Convention, ne sont pas tenus d'appliquer la Convention aux conflits de lois survenant uniquement entre ces unités territoriales. De plus, conformément à l'alinéa 2, toute référence au lieu de l'intermédiaire teneur de comptes pertinent est considérée comme référence à l'unité territoriale de cet intermédiaire teneur de comptes pertinent.

Cette disposition ne traite cependant pas d'une autre proposition faite lors de la réunion de janvier et qui se rapportait en particulier aux Etats en voie de développement. Plusieurs Etats membres et observateurs ont en effet présenté un document de travail dont le but était d'assurer que la Convention proposée ne constitue pas un obstacle pour les Etats en développement qui, en attendant la modernisation de leur propre législation, souhaitent permettre aux parties de convenir que les lois d'un système plus développé soient applicables aux aspects réels qui autrement seraient soumis à leur propre loi nationale. L'exemple suivant peut expliquer le but de cette proposition : imaginons l'Etat de Ruritanie (R), un Etat fictif dont le système juridique n'est pas très développé. Le gouvernement de R prévoit la mise en place d'un intermédiaire, par le biais duquel des investisseurs de R (ou étrangers) tiendraient des comptes et opéreraient des transferts et des nantissements en faveur des banques de R (ou étrangères). Comme la législation de R n'est pas encore développée, les autorités souhaitent que les transactions soient soumises à la loi de l'Etat X, qui a une législation moderne, y compris des règles adaptées aux titres détenus par des intermédiaires. Les promoteurs du document de travail désiraient inclure dans la Convention une disposition qui permettrait au gouvernement de Ruritanie de déposer une *déclaration* en vertu de laquelle un accord conclu entre un investisseur et un intermédiaire désignant une autre juridiction que la Ruritanie comme lieu de situation de compte serait considéré valable, même s'il ne satisfait pas aux exigences de l'article 4, alinéa 2, dans une situation dans laquelle autrement, en application de la Convention, le droit de la Ruritanie régirait les aspects réels de la transaction.

Le Groupe de travail a semblé désireux d'essayer de trouver une solution à cette question, sans toutefois avoir expressément accepté ou rejeté le modèle suggéré. Une discussion plus approfondie a toutefois dû être reportée à une date ultérieure. Cette question n'a pas été traitée au cours du processus de travail informel qui a suivi la réunion de janvier. Un examen plus détaillé de la question est par conséquent nécessaire. A la suite de la réunion de janvier, une délégation d'un Etat fédéral a suggéré que le libellé de l'article 11 soit revu à plusieurs égards, notamment en vue : de clarifier l'application de la Convention aux systèmes ayant aussi bien un pouvoir central que plusieurs unités territoriales, d'accroître la transparence en permettant aux Etats avec plusieurs systèmes juridiques de faire des déclarations à cet effet, et de clarifier qu'en cas de conflit entre les règles de deux unités territoriales d'un Etat fédéral, les règles internes de conflit de lois de l'Etat en question doivent être appliquées si le for est situé dans un autre Etat.

CONCLUSIONS

En juin 2001, la Conférence de La Haye tiendra la première partie de sa Dix-neuvième Session diplomatique. Dans le cadre de cette session, une Commission sur les affaires générales et la politique décidera comment procéder avec le projet relatif à une Convention sur la loi applicable aux aspects réels de dispositions de titres détenus par des intermédiaires.

Bien que les résultats de la réunion du Groupe de travail de janvier 2001 soient extrêmement positifs, il reste néanmoins beaucoup de travail à accomplir. C'est pourquoi le Bureau Permanent suggère que la recommandation faite par la Commission spéciale de mai 2000 sur les affaires générales et la politique de la Conférence visant à préparer une convention en la matière soit :

(i) confirmée par la Session diplomatique et inscrite à l'ordre du jour de la Conférence de la Haye, et

(ii) traitée avec *priorité* en vue d'adopter le texte final de la Convention en 2002.

rules, can be regarded as the "positive" facet of public policy, *i.e.*, a technique which *imposes* or *requires* that a specific norm be applied. Although these facets use different techniques, they have the same purpose: to make sure that the public policy of the forum is respected. Against this background, one may ask whether Articles 9 and 10 should not be merged into one single provision. The heading of the provision could be: "positive and negative public policy". This might be more easily understood by non PIL-experts than a reference to the concept of "mandatory rules". If so, paragraph 1 of the new provision could reproduce the current Article 9 (which short-cuts the traditional conflict of laws approach), and paragraph 2 the idea contained in Article 10 (which may only come up at the end of a traditional conflict of laws analysis).

As regards Article 10, however, one may wonder if its actual wording should not be amended so as to bring it into line with Article 9, which expressly excludes from its scope all provisions of the *forum* imposing perfection requirements or relating to priorities. In its present form, Article 10 does *not* contain a similar exclusion. This, however, should not be interpreted as allowing the perfection requirements or priority rules of the forum to be "excluded through the door of international mandatory rules, and reintroduced through the window of the public policy"! In other words, under Article 10, one may not argue, as a first step, that foreign perfection requirements or priority rules violate the public policy of the forum simply because they are different from the rules of the forum and then, as a second step, apply the perfection requirements or priority rules of the forum. Arguably, this is clear under the existing wording when one takes into account the fact that the violation of public policy has to be manifest – a mere difference in content does not suffice – and the need to construe Articles 9 and 10 together as closely linked provisions. However, this could perhaps be made clearer by a single provision with appropriate comments in the Explanatory Report.

Article 11: States with more than one legal system

This provision embraces two standard principles relating to States with more than one legal system. Paragraph 1 determines that States with different territorial units having their own rules of law in respect of any matter dealt with in the Convention shall not be bound to apply this Convention to conflicts solely between the laws of such units. Furthermore, according to paragraph 2, any reference to the place of the relevant securities intermediary within such a State shall be construed as referring to the territorial unit of the relevant securities intermediary.

The provision, however, does not address another proposal submitted for discussion during the January meeting and which related to *developing countries* in particular. Several Member States and observers indeed sponsored a Working Document designed to ensure that the proposed Convention does not impede developing countries which, pending modernisation of their own laws, wish to make it easier for parties to agree that the laws of a more developed system will apply to proprietary issues which would otherwise have been governed by their own local law. The following example may explain the purpose of the proposal: Imagine the State of Ruritania (R), a fictional country whose legal system is not well developed. The government of R plans to set up an intermediary, with R (and possibly foreign) investors holding through the R intermediary and making transfers and pledges to R (and possibly foreign) banks. As the law of Ruritania is not developed yet, officials wish the transactions to be governed by the law of X, a State with a modern legal system, including rules fully adapted to indirectly held securities. The sponsors of the Working Document wished to include in the Convention a provision allowing the government of Ruritania to make a *declaration* that an agreement between an investor and an intermediary designating a jurisdiction other than Ruritania as the place of the account would be regarded as effective even if it would not satisfy Article 4, paragraph 2, in a situation where otherwise under the Convention the law of Ruritania would be the law applicable to proprietary issues.

The Working Group seemed willing to work toward a possible solution on this issue, without having expressly accepted or rejected the model suggested. A more detailed discussion, however, had to be deferred to a later stage. The issue was not addressed during the informal working process subsequent to the January meeting and further analysis is therefore needed. After the January meeting, the delegation of one federal system has suggested that the language of Article 11 may need to be adjusted to accomplish several objectives, including more clear coverage of systems having central as well as territorial units, enhancing transparency by providing that States which have multiple systems of law make declarations to that effect, and clarifying that in relation to the choice between the laws of two territorial units of a federal system, the internal choice of law rules of the federal system must also be followed if the forum is another State.

CONCLUSIONS

In June 2001, the Hague Conference will hold Part One of its Nineteenth Diplomatic Session. As a part of this meeting, a Commission on General Affairs and Policy will decide how to proceed with the project of a Convention on the law applicable to proprietary aspects of dispositions of indirectly held securities.

While the results of the January 2001 Working Group are extremely positive, there is still a substantial amount of work that remains to be done. Against this background, the Permanent Bureau suggests that the recommendation made by the Special Commission of May 2000 on General Affairs and Policy of the Conference to prepare a Convention on this issue be:

(i) confirmed by the Diplomatic Session and put on the Agenda of the Hague Conference, and

(ii) given *priority* with a view to adopting the final text of the Convention in 2002.

LISTE DES PARTICIPANTS À LA RÉUNION DU GROUPE DE TRAVAIL D'EXPERTS
(15 AU 19 JANVIER 2001)

LIST OF PARTICIPANTS IN THE WORKING GROUP OF EXPERTS
(15 TO 19 JANUARY 2001)

REPRÉSENTANTS DES ETATS MEMBRES DE LA CONFÉRENCE / REPRESENTATIVES OF MEMBER STATES OF THE CONFERENCE

Allemagne / Germany
Mr *Karl F. Kreuzer*, Professor of Law, University of Würzburg, Würzburg
Mr *Olaf Christmann*, Bundesbankrat, Frankfurt Am Main

Argentine / Argentina
Ms *María Del Carmen Urquiza*, Legal Adviser of the Board of Directors, Comisión Nacional De Valores, Buenos Aires
Mr *Luis A.F. Wetzler*, Chief Legal Counsellor in International Financial Affairs, Legal Department, Central Bank of Argentina, Buenos Aires
Mr *Rubén Vallejo*, Counsellor, Embassy of Argentina, The Hague

Australie / Australia
Ms *Kerstin Wijeyewardene*, Market Integrity Unit, Financial Markets Division, Department of the Treasury, Parkes Place
Mr *Richard Potok*, Principal, Potok & Co., London; *Legal Expert to the Permanent Bureau*
Mr *David Clifford*, Partner, Allen Allen & Hemsley Solicitors, Sydney

Autriche / Austria
Mr *Martin Adensamer*, Director, Federal Ministry of Justice, Vienna
Mr *Heinz Rindler*, LL.M., Attorney-at-Law, Ortner Pöch Foramitti Rae OEG, Vienna

Belgique / Belgium
M. *Jean-Pierre Deguée*, Conseiller-Adjoint auprès de la Commission bancaire et financière (CBF), Bruxelles
M. *Diego Devos*, Director, Euroclear Bank, Bruxelles

Canada
Ms *Kathryn Sabo*, Senior Counsel, Private International Law Team, Public Law Policy Section, Department of Justice, Ottawa; *Chairman of the Special Commission*
M. *Philippe Lortie*, Avocat, Ministère de la Justice, Ottawa
M. *Jacques Labelle*, Directeur général, Commission des valeurs mobilières du Québec, Montréal
M. *Michel A. Brunet*, Avocat, Fraser Milner Casgrain, Montréal
Mr *Eric T. Spink*, Vice-Chair, Alberta Securities Commission, Edmonton
Mr *Bradley Crawford, QC*, McCarthy Tétrault, Toronto

Chine / China
Mr *Hu Bin*, Third Secretary, Ministry of Foreign Affairs, Beijing
Ms *Yang Yi*, Third Secretary, Ministry of Foreign Affairs, Beijing
Ms *Zhao Hong*, Deputy Division Chief, Ministry of Foreign Trade and Economic Co-operation, Beijing
Mr *Qian Wei*, Deputy General Manager, Investment Management Department, Bank of China
Ms *Alexa Lam*, Chief Counsel, Securities & Futures Commission, Hong Kong
Mr *James Ding Kwok Wing*, Government Counsel, International Law Division, Department of Justice, Hong Kong Special Administrative Region

République de Corée / Republic of Korea
Mr *Chul-Min Park*, First Secretary, Embassy of the Republic of Korea, The Hague
Mr *Kwang-Deuk Park*, Head of International Settlement Team, Korea Securities Depository, Seoul
Mr *Chang-Min Chun*, Manager, Korea Securities Depository, Seoul

Danemark / Denmark
Mr *Kristian Korfits Nielsen*, Head of Section, Law Department, Ministry of Justice, Kopenhagen

Egypte / Egypt
Ms *Namira Nabil Negm*, Second Secretary, Embassy of Egypt, The Hague

Espagne / Spain
Mme *Alegría Borrás*, Professeur de droit international privé à l'Université de Barcelone
Mr *Francisco Garcimartín*, Profesor Titular de derecho internacional privado (Professor of Private International Law), Autonomous University of Madrid
Mme *Alicia Moral Revilla*, Premier Conseiller, Ambassade d'Espagne, La Haye

Estonie / Estonia
Mrs *Karin Sein*, Expert in the Private Law Department, Ministry of Justice, Tallinn
Mr *Ahto Kink*, Head of the Registry Department, Estonian Central Depository for Securities

Etats-Unis d'Amérique / United States of America
Ms *Joyce Hansen*, Deputy General Counsel and Senior Vice President, Federal Reserve Bank of New York, New York
Mr *Allen S. Weiner*, Legal Counselor, Embassy of the United States of America, The Hague
Mr *Richard T. Kortright*, Davis Polk & Wardwell, London
Mr *James S. Rogers*, Professor, Boston College Law School, Boston
Mr *Harry C. Sigman*, Commercial Law Adviser, Los Angeles
Mr *Jack R. Wiener*, Vice President and Senior Special Counsel, The Depository Trust and Clearing Corporation, New York

Finlande / Finland
Mrs *Marja Anne Tuokila*, Legal Adviser, Ministry of Justice, Helsinki
Mr *Janne Mikael Lauha*, Senior Vice President, Legal Affairs and Regulation, Helsinki Exchanges Group OYJ, Helsinki

France
M. *Michel Germain*, Professeur à l'Université de Paris II
M. *Hervé le Guen*, Directeur adjoint du Service juridique, Banque de France, Paris

Grèce / Greece
Mr *Charalambos Pamboukis*, Professor of Law, Athens University
Mr *Dimitris E. Paraskevas*, Attorney at Law, Managing Partner, Elias Sp. Paraskevas, Athens

Rapport du Groupe de travail/Working Group Report

Irlande / Ireland
Mr *Christopher O'Toole*, Office of the Attorney General, Dublin

Italie / Italy
M. *Fausto Pocar*, Professeur, Université de Milan; Juge, Tribunal pénal international pour l'ex-Yougoslavie, La Haye
Mme *Stefania Bariatti*, Professor of European Union Law, Université de Milan-Bicocca
Ms *Elena Comparato*, Head of Division VI, Directorate IV, Department of Treasury, Ministry of Treasury, Rome

Japon / Japan
Mr *Hideki Kanda*, Professor of Law, University of Tokyo
Mr *Yoshihisa Hayakawa*, Associate Professor, Rikkyo University, Senior Special Researcher, Ministry of Justice, Tokyo
Mr *Kunio Koide*, First Secretary, Legal Affairs Section, Embassy of Japan, The Hague
Mr *Hironobu Sakai*, Associate Professor, Kobe University, Embassy of Japan, The Hague

Lettonie / Latvia
Ms *Kristine Drevina*, Senior Legal Adviser, Enforcement Division, Securities Market Commission

Luxembourg
M. *Daniel Ruppert*, attaché de Gouvernement 1er en rang, Ministère de la Justice, Luxembourg
M. *Philippe Dupont*, avocat à la Cour, Luxembourg

Maroc / Morocco
M. *Noureddine Belabbes*, Conseiller, Ambassade du Royaume du Maroc, La Haye

Mexique / Mexico
Mr *Leonel Pereznieto Castro*, External Adviser of the Department of Legal Affairs, Ministry of Foreign Affairs, Mexico

Pays-Bas / Netherlands
M. *Antoon (Teun) V.M. Struycken*, professeur à la Faculté de droit de l'Université catholique de Nimègue; président de la Commission d'Etat néerlandaise de droit international privé
Mme *Dorothea van Iterson*, Conseiller à la Direction Législation, Ministère de la Justice, La Haye
Mr *Willem A.K. Rank*, Attorney at Law, Nauta Dutilh, Amsterdam and Professor of Securities Law, University of Nijmegen
Mr *Jan de Boer*, Judge in the Court of Justice of the Netherlands Antilles and Aruba, Curaçao
Mr *Focco W. Lunsingh Scheurleer*, Lawyer, Promes Trenité Van Doorne, Curaçao

Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord / United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland
Ms *Rachel Evans*, Treasury Legal Advisers Division, HM Treasury, London
Sir *Roy Goode*, Professor, St. John's College, Oxford
Mr *Guy Morton*, Partner, Freshfields Bruckhaus Deringer, London

Slovaquie / Slovakia
Mr *Milan Gašparík*, Head of Approximation Section of the Legal Department, National Bank of Slovakia, Bratislava

Suède / Sweden
Mr *Lars Afrell*, Director, Securities Market Division, Ministry of Finance, Stockholm
Ms *Katarina Back*, Legal Adviser, Ministry of Finance, Stockholm
Ms *Amina Katarina Lundqvist*, Legal Adviser, Ministry of Justice, Stockholm

Suisse / Switzerland
M. *Hans Kuhn*, Chef de section adjoint, Section du droit international privé, Office fédéral de la Justice, Berne
M. *Nedim Peter Vogt*, LL.M., Partner, Bär & Karrer, Attorney-at-Law, Zürich, Lecturer of Law, University of Zürich
M. *Daniel Girsberger*, LL.M., Attorney-at-Law, Associate Professor (pd) for Private, Private International and Comparative Law at the University of Zürich, Partner, Wenger Vieli Belser, Zürich

République Tchèque / Czech Republic
Mrs *Vera Krajánková*, Head of the Unit of International Agreements and Legal Assistance in Civil Matters, Ministry of Justice, Prague

OBSERVATEURS / OBSERVERS

REPRÉSENTANTS D'ORGANISATIONS INTERGOUVERNEMENTALES / REPRESENTATIVES OF INTERGOVERNMENTAL ORGANISATIONS

Commission des Nations Unies pour le Droit commercial international / United Nations Commission on International Trade Law
Mr *Spiros V. Bazinas*, Legal Officer, UNCITRAL Secretariat, Vienna

Organisation des Etats américains / Organization of American States
Ms *Kathleen Lannan*, Legal Officer, OAS, Washington, DC

Institut international pour l'unification du droit privé / International Institute for the Unification of Private Law
Mr *J. Herbert E. Kronke*, Secretary General of UNIDROIT, Rome

Commission européenne / European Commission
Mr *Marc Vereecken*, Administrator, European Commission, Brussels
Mr *Peter Restelli-Nielsen*, National Expert Danmarks Nationalbank, Brussels
Mr *Michael Wilderspin*, European Commission, Brussels

Parlement européen / European Parliament
Mr *Harry Duintjer Tebbens*, Head of Division, Legal Service, European Parliament, Brussels

Banque européenne de reconstruction et développement / European Bank for Reconstruction and Development
Ms *Frederique Dahan*, Counsel, Secured Transactions Project, EBRD, London

Banque centrale européenne / European Central Bank
Mr *Antonio Sáinz De Vicuña*, General Counsel, ECB, Frankfurt am Main
Mr *Klaus Löber*, Senior Legal Counsel, ECB, Frankfurt am Main

Rapport du Groupe de travail/Working Group Report

Fonds monétaire international / International Monetary Fund
Mr *Thomas Wyatt Laryea*, Counsel, IMF, Washington, D.C.

Banque européenne d'investissement / European Investment Bank
M. *Marc Dufresne*, co-Directeur, Banque européenne d'investissement, Luxembourg
M. *Pierre B.L. Albouze*, chef de division, Banque européenne d'investissement, Luxembourg
Ms *Nicola Barr*, Principal Counsel, European Investment Bank, Luxembourg

REPRÉSENTANTS D'ORGANISATIONS NON GOUVERNEMENTALES / REPRESENTATIVES OF NON-GOVERNMENTAL ORGANISATIONS

International Bar Association
M. *Antoine Maffei*, avocat à La Cour, Paris
Mr *G. Massimiliano Danusso*, Partner, Allen & Overy, Rome
Mr *Randall Guynn*, Partner, Davis Polk & Wardwell, New York
Mr *Philippe David*, Partner, Fasken Martineau Dumoulin LLP, New York
Mr *Akihiro Wani*, Attorney-at-Law, Partner, Mitsui, Yasuda, Wani & Maeda, Tokyo

Financial Market Lawyers Group
Ms *Patricia Epstein*, Principal, Morgan Stanley Dean Witter, New York
Mr *Robert J. Sussman*, Managing Counsel, The Bank of New York, Legal Division, New York

International Swaps and Derivative Association
Mrs *Kimberly Anne Summe*, Assistant General Counsel, ISDA, New York
Mr *Edward H. Murray*, Partner, Allen & Overy, Paris
Mr *Lawrence Scott Brandman*, Vice President, Goldman Sachs & Co., New York
Mr *Uwe Jahn*, Special Counsel, Morgan Lewis & Bockius LLP, Frankfurt am Main
M. *Hubert De Vauplane*, Directeur, Droit financier et des Sociétés, BNP Paribas, Paris
Mr *Christopher Whiteley*, Solicitor, Allen & Overy, London

Emerging Markets Traders Association
Ms *Starla Cohen*, Legal Counsel and Director of Special Projects, EMTA, Paris
Mr *David Bloom*, Senior Legal Adviser, Group Legal – Investment Banking and Markets, HSBC Holdings plc, London
Ms *Sandra Rocks*, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, New York

International Organization of Securities Commissions
Mr *Maxime Paré*, Senior Legal Counsel, Ontario Securities Commission, Toronto

International Councils of Securities Associations
Mr *Scott Rankin*, Executive Director, TBMA Europe, London
Mr *Clifford Robert Dammers*, Secretary General, International Primary Market Association, London
Ms *Nancy Marchand*, Counsel, Davis Polk & Wardwell, Paris

Forum of European Securities Commissions
Mr *Frank A. Dankers*, Senior Officer of FESCO, Senior Staff Member of the Securities Board of the Netherlands (STE), Amsterdam

European Central Securities Depositories Association
Mr *Hugo P. Spanjer*, Associate Director NECIGEF, Amsterdam
Mrs *Karin Wallin-Norman*, Chief Legal Counsel, VPC, Stockholm

SECRÉTARIAT / SECRETARIAT

M. *Hans van Loon*, Secrétaire Général / Secretary General
Mr *William Duncan*, Secrétaire Général Adjoint / Deputy Secretary General
M. *Christophe Bernasconi*, Premier Secrétaire / First Secretary

Rapporteurs / Reporters
Bureau Permanent / Permanent Bureau

Secrétaires Rédacteurs / Recording Secretaries
Mme *Florence Guillaume*
Ms *Judith Levine*
Mme *Alexandra Schluep*
Ms *Robyn E. Warner*

Rapport du Groupe de travail/Working Group Report

ANNEXE B

TEXTE PROVISOIRE DES DISPOSITIONS CLÉS POUR UN FUTUR PROJET DE CONVENTION (DOCUMENT DE TRAVAIL NO 16 DE LA RÉUNION DE JANVIER, SOUMIS PAR LE GROUPE DE RÉDACTION : "PROJET DE JANVIER")

Article 1 Champ d'application de la présente Convention

(1) La présente Convention détermine la loi régissant les aspects de droit réel de toute opération sur titres inscrits en compte de titre auprès d'un intermédiaire teneur de compte.

(2) *Variante A :*
[La présente Convention ne s'applique pas lorsque tous les éléments factuels pertinents de la situation sont localisés dans un seul Etat.]

Variante B :
[règle plus détaillée à fournir, cf localisation des parties, compte et émetteur de titres localisés dans un seul Etat.]

Article 2 Interprétation

Dans la présente Convention :

(1) « titres » désigne tout titre de capital, actions, obligations ou autres actifs ou instruments financiers, ou tout droit s'y rapportant, susceptible d'inscription au crédit d'un compte de titres auprès d'un intermédiaire teneur de compte ;

« intermédiaire teneur de compte » désigne toute personne auprès de qui sont ouverts pour compte de tiers des comptes au crédit desquels sont inscrits des titres et agissant en cette qualité ou pour compte propre ;

« compte de titres » désigne un compte auprès d'un intermédiaire teneur de compte au crédit duquel sont inscrits des titres ;

« droit dérivé du compte » désigne l'ensemble des droits d'un titulaire de compte résultant de l'inscription de titres au crédit du compte de titres ;

« titulaire de compte » désigne la personne titulaire du compte de titres au crédit duquel sont inscrits les titres ;

« transfert » désigne un nantissement, un transfert de propriété à titre de garantie ou un transfert en pleine propriété ;

« nantissement » désigne une hypothèque mobilière, un gage ou toute autre forme de sûreté qui ne constitue pas un transfert de propriété ;

« administrateur de l'insolvabilité » désigne une personne ou un organisme, même désigné(e) à titre provisoire, habilité(e) dans une procédure d'insolvabilité à administrer le redressement ou la liquidation des actifs ou des activités du débiteur ;

« procédure d'insolvabilité » désigne une procédure collective, judiciaire ou administrative, y compris une procédure provisoire, dans laquelle les actifs et les activités du débiteur sont soumis à contrôle ou supervision d'un tribunal ou d'une autre autorité compétente aux fins de redressement ou de liquidation.

[« privilège légal » à discuter]

(2) toute référence à un transfert d'un droit dérivé du compte couvre un transfert à ou en faveur de l'intermédiaire teneur de compte du titulaire du compte.

Article 3 Détermination de la loi applicable

Les opérations sur titres portées au crédit d'un compte de titres sont régis par la loi du lieu de l'intermédiaire teneur de compte de titres pertinent.

Article 4 Détermination du lieu de situation de l'intermédiaire teneur de compte pertinent

(1) Dans la présente Convention le lieu de situation de l'intermédiaire teneur de compte pertinent désigne le lieu de situation du compte de titres.

(2) Le compte de titres est réputé tenu au lieu convenu entre le titulaire du compte et son intermédiaire teneur de compte, pour autant que ce lieu corresponde au lieu où l'intermédiaire teneur de comptes maintient un établissement ou une succursale et affecte le compte de titres à cet établissement ou à cette succursale pour les besoins du respect des ses obligations d'information envers les titulaires de compte ou à des fins réglementaires, comptables ou fiscales.

(3) Dans le cas où le lieu de situation dans lequel le compte de titres est réputé tenu ne peut être déterminé en application du paragraphe 2, le lieu de situation où le compte de titres est tenu est :

(a) le lieu de situation de l'établissement ou de la succursale où l'intermédiaire teneur de compte pertinent affecte le compte de titres :

(i) pour les besoins d'informations de ses titulaires de compte, ou

(ii) à des fins réglementaires ou comptables, en l'absence d'affectation pour les besoins ci-dessus, ou

(b) *Variante 1 :*
si les critères définis au (a) ne trouvent pas à s'appliquer, le lieu où est légalement établis l'intermédiaire ayant contracté pour la tenue du compte de titres.

Variante 2 :
si les critères définis au (a) ne trouvent pas à s'appliquer, l'Etat dont le droit régit la convention de compte.

(4) Pour les besoins de l'application des dispositions de cet Article, il ne sera pas tenu compte des facteurs suivants :

(a) le lieu de situation des installations de traitement de données et de comptabilité ;

(b) le lieu de situation des certificats représentant ou matérialisants les titres ;

(c) le lieu de situation où est tenu pour le compte de l'émetteur des titres le registre des titulaires de ceux-ci ;

(d) le lieu de constitution de l'émetteur de titres ou le lieu du siège social de celui-ci ;

(e) le lieu de situation de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire teneur de compte qui a contracté pour la tenue du compte de titres ;

(f) le lieu de situation du titulaire du compte.

APPENDIX B

TENTATIVE TEXT OF THE KEY PROVISIONS FOR A FUTURE DRAFT CONVENTION (WORKING DOCUMENT NO 16 OF THE JANUARY MEETING, SUBMITTED BY THE DRAFTING GROUP; "JANUARY 2001 DRAFT")

Article 1 Scope of the Convention

(1) This Convention determines the law governing the proprietary aspects of dealings in securities credited to a securities account with a securities intermediary.

(2) *Variation A:*
[This Convention shall not apply where all the relevant factual elements of the situation are located in one State.]

Variation B:
[more detailed rule, *e.g.* parties, account and issuer of securities located in same State]

Article 2 Interpretation

In this Convention:

(1) "securities" means any stock, share, bond, or other financial asset or instrument, or any interest therein, that may be credited to a securities account with a securities intermediary;

"securities intermediary" means a person that maintains for others accounts to which securities are credited and is acting in that capacity or for its own account;

"securities account" means an account with a securities intermediary to which securities are credited;

"account right" means the aggregate of the rights of an account holder derived from a credit of securities to a securities account;

"account holder" means a person to whose securities account securities are credited;

"disposition" means pledge or transfer of title, whether outright or by way of security;

"pledge" means a mortgage or a charge or any other form of security interest which is not a transfer of title;

"insolvency administrator" means a person or body, including one appointed on an interim basis, authorised in an insolvency proceeding to administer the reorganization or liquidation of the debtor's assets or affairs;

"insolvency proceeding" means a collective judicial or administrative proceeding, including an interim proceeding, in which the assets and affairs of the debtor are subject to control or supervision by a court or other competent authority for the purpose of reorganisation or liquidation.

["Statutory lien" to be raised before Plenary Session]

(2) references to a disposition of an account right include a disposition to or in favour of the account holder's securities intermediary.

Article 3 Determination of the applicable law

Dealings in securities credited to a securities account are governed by the law of the place of the relevant securities intermediary.

Article 4 Determination of place of relevant securities intermediary

(1) In this Convention, the place of the relevant securities intermediary means the place where the securities account is maintained.

(2) The securities account is deemed to be maintained at the place agreed between the account holder and its securities intermediary, provided that such place is a place where the securities intermediary has an office or branch and the securities intermediary allocates the securities account to that office or branch for purposes of reporting to its account holders or for regulatory, tax or accounting purposes.

(3) In the event that the place where the securities account is deemed to be maintained is not determined pursuant to paragraph 2, the place where the securities account is maintained is:

(a) the place of the office or branch to which the relevant securities intermediary allocates the securities account for:

(i) purposes of reporting to its account holders; or

(ii) if not allocated for such purposes, regulatory or accounting purposes; or

(b) *Variant 1:*
if (a) does not apply, the place where the securities intermediary that has contracted to maintain the securities account is legally established.

Variant 2:
if (a) does not apply, the State whose law governs the agreement establishing the account.

(4) In applying the provisions of this Article no account shall be taken of the following:

(a) the place where the technology supporting the bookkeeping or data processing is located;

(b) the place where certificates representing or evidencing securities are located;

(c) the place where any register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located;

(d) the place where the issuer of the securities is organised or incorporated or has its statutory seat or registered office;

(e) the place where any intermediary other than the securities intermediary that has contracted to maintain the securities account is located;

(f) the place where the account holder is located;

Article 5 Domaine de la loi applicable

La loi applicable détermine :

(a) la nature juridique des droits constituant un droit dérivé du compte ;

(b) l'acquisition ou le transfert d'un droit dérivé du compte ;

(c) toute démarche nécessaire en vue d'assurer l'efficacité envers les personnes qui ne sont pas parties à ce transfert (opposabilité) ;

(d) le rang de tout titre de propriété ou d'un droit portant sur les droits dérivés du compte par rapport à tout titre de propriété ou droit revendiqué par un tiers et les obligations, le cas échéant, d'un intermédiaire teneur de compte envers un tiers revendiquant un tel droit ;

(e) les formalités requises pour la réalisation d'un droit dérivé du compte grevé d'un nantissement.

Article 6 Insolvabilité

(1) L'ouverture d'une procédure d'insolvabilité n'affecte pas l'efficacité de tout acquisition ou transfert relatif à un droit dérivé du compte, constitué et rendu opposable conformément au droit du pays de l'intermédiaire pertinent.

(2) Le présent article ne porte pas préjudice à l'application :

(a) de toute règle du droit de l'insolvabilité relative [au rang des catégories de créances ou] à la nullité des transactions faites au mépris des règles sur la période suspecte ou en fraude des droits des créanciers, ou

(b) des règles procédurales d'insolvabilité relatives à la mise en œuvre de droits sur un bien qui est sous le contrôle ou la supervision d'un administrateur de l'insolvabilité.

Article 7 Applicabilité générale de la Convention

La présente Convention est applicable même si la loi qu'elle désigne est celle d'un Etat non contractant.

Article 8 Exclusion du renvoi

Au sens de la présente Convention, le terme « loi » désigne le droit en vigueur d'un Etat, à l'exclusion des règles de conflit de lois.

Article 9 Lois d'application immédiate

La présente Convention ne porte pas atteinte aux dispositions de la loi du for dont l'application s'impose même aux situations internationales, quelle que soit la loi désignée par les règles de conflit de lois, autres que toute disposition imposant des conditions relatives à l'opposabilité ou se rapportant au rang.

Article 10 Ordre public

Les dispositions de toute loi déterminée en application de la présente Convention peuvent être écartées si leur application est manifestement incompatible avec l'ordre public.

Article 11 Clauses fédérales

(1) Un Etat dans lequel plusieurs unités territoriales ont leurs propres règles de droit en matière de titres inscrits en compte de titre auprès d'un intermédiaire teneur de compte, ne sera pas tenu d'appliquer la présente Convention aux conflits de lois survenant uniquement entre ces unités territoriales.

(2) Lorsqu'un Etat comprend plusieurs unités territoriales, toute référence au lieu de l'intermédiaire teneur de comptes pertinent est considérée comme référence à l'unité territoriale de cet intermédiaire teneur de comptes pertinent.

Article 5 Scope of the applicable law

The applicable law shall determine:

(a) the legal nature of the rights constituting an account right;

(b) any acquisition or disposition of an account right;

(c) any steps necessary to render a disposition of an account right effective against persons who are not parties to that disposition (perfection);

(d) the priority of any person's title to or interest in the account right as against any competing title or interest and the duties, if any, of a securities intermediary to a person who asserts an adverse claim to the account holder's interest; and

(e) any steps required for the realisation of an account right subject to a pledge.

Article 6 Insolvency

(1) The opening of an insolvency proceeding shall not affect the effectiveness of an acquisition or disposition of an account right, constituted and perfected in accordance with the law of the place of the relevant securities intermediary.

(2) Nothing in this Article affects the application of:

(a) any rules of insolvency law relating to the [ranking of categories of claim or to the] avoidance of a transaction as a preference or a transfer in fraud of creditors; or

(b) any rules of insolvency procedure relating to the enforcement of rights to property which is under the control or supervision of an insolvency administrator.

Article 7 General applicability

This Convention applies even if the applicable law is that of a non-Contracting State.

Article 8 Exclusion of **renvoi**

In this Convention, the term "law" means the law in force in a State other than its choice of law rules.

Article 9 International mandatory rules

The Convention does not prevent the application of those provisions of the law of the forum which, irrespective of rules of conflict of laws, must be applied even to international situations, other than any provision imposing requirements with respect to perfection or relating to priorities.

Article 10 Public policy

The provisions of any law determined by this Convention may be disregarded when their application would be manifestly incompatible with public policy.

Article 11 Federal clause

(1) A State within which different territorial units have their own rules of law in respect of any matter dealt with in this Convention shall not be bound to apply this Convention to conflicts solely between the laws of such units.

(2) In relation to a State in which two or more sets of rules of law with regard to any matter dealt with in this Convention apply in different territorial units, any reference to the place of the relevant securities intermediary shall be construed as referring to the territorial unit of the relevant securities intermediary.

ANNEXE C

PROPOSITIONS D'AMENDEMENT AU DOCUMENT DE TRAVAIL NO 16 SOUMIS PAR LE BUREAU PERMANENT, L'EXPERT JURIDIQUE DU BUREAU PERMANENT ET LE PRÉSIDENT DU GROUPE DE RÉDACTION (« PROJET DE FÉVRIER 2001 »)

Article 1 Champ d'application de la présente Convention

(1) La présente Convention détermine la loi régissant des aspects de droit réel de toute opération sur titres détenus indirectement au travers d'un compte de titres.

(2) La présente Convention s'applique dans toutes les situations comportant un conflit entre les lois de différents Etats.

Article 2 Interprétation

(1) Dans la présente Convention :

« titres » désigne tous titres de capital, actions, obligations, ou autres actifs ou instruments financiers, ou tout droit s'y rapportant, susceptible d'inscription au crédit d'un compte de titres ;

« intermédiaire teneur de compte » désigne toute personne chez qui sont ouverts pour compte de tiers des comptes au crédit desquels sont inscrits des titres et agissant en cette qualité ou pour compte propre ;

« compte de titres » désigne un compte chez un intermédiaire teneur de compte au crédit duquel sont inscrits des titres ;

« droit dérivé du compte » désigne l'ensemble des droits d'un titulaire de compte résultant de l'inscription de titres au crédit du compte de titres ;

« titulaire de compte » désigne la personne titulaire du compte de titres au crédit duquel sont inscrits les titres ;

« transfert » désigne un nantissement ou un transfert en pleine propriété ;

« nantissement » comprend une hypothèque mobilière, un gage ou toute autre forme de sûreté qui ne constitue pas un transfert en pleine propriété ;

« opposabilité » signifie l'accomplissement de toute formalité nécessaire en vue d'assurer la pleine efficacité d'un transfert portant sur un droit dérivé du compte envers les personnes qui ne sont pas parties à ce transfert ;

« administrateur de l'insolvabilité » désigne une personne ou un organisme, même désigné(e) à titre provisoire, habilité(e) dans une procédure d'insolvabilité à administrer le redressement ou la liquidation des actifs ou des activités du débiteur ;

« procédure d'insolvabilité » désigne une procédure collective, judiciaire ou administrative, y compris une procédure provisoire, dans laquelle les actifs et les activités du débiteur sont soumis à contrôle ou supervision d'un tribunal ou d'une autre autorité compétente aux fins de redressement ou de liquidation.

(2) Toute référence dans cette Convention à un droit dérivé du compte comprend tout droit portant sur un droit dérivé du compte.

(3) Toute référence dans cette Convention à un transfert d'un droit dérivé du compte, comprend un transfert à ou en faveur de l'intermédiaire teneur de compte du titulaire de compte.

Article 3 Détermination de la loi applicable

Les aspects de droit réel de toutes opérations sur titres portées au crédit d'un compte de titres, sont régis par la loi du lieu de l'intermédiaire teneur de compte pertinent.

Article 4 Détermination du lieu de situation de l'intermédiaire teneur de compte pertinent

(1) Dans la présente Convention le lieu de situation de l'intermédiaire teneur de compte pertinent désigne le lieu où est tenu le compte de titres.

(2) Pour l'application de cette Convention, le compte de titres est [réputé] tenu au lieu convenu entre le titulaire du compte et son intermédiaire teneur de compte, pour autant que ce lieu corresponde au lieu où l'intermédiaire teneur de compte maintient un établissement ou une succursale et [traite],[enregistre] le compte de titres comme étant tenu dans cet établissement ou cette succursale pour les besoins d'information de ses titulaires de compte ou à des fins réglementaires ou comptables.

(3) Si le lieu de situation dans lequel le compte de titres est [réputé] tenu ne peut être déterminé selon le paragraphe (2), le lieu de situation où le compte de titres est tenu est :

(a) le lieu de situation de l'établissement ou de la succursale où l'intermédiaire teneur de compte pertinent [traite],[enregistre] le compte de titres comme étant tenu pour les besoins d'information de ses titulaires de compte ;

(b) si le lieu de situation où le compte de titres est tenu, ne peut être déterminé selon le sous-paragraphe (a), le lieu de situation de l'établissement ou de la succursale dans lequel l'intermédiaire de compte pertinent [traite],[enregistre] le compte de titres comme étant tenu pour les besoins du respect de ses obligations réglementaires ;

(c) si le lieu de situation où le compte de titres est tenu, ne peut être déterminé selon les sous-paragraphes (a) ou (b), le lieu de situation de l'établissement ou de la succursale dans lequel l'intermédiaire de compte pertinent [traite], [enregistre] le compte de titres comme étant tenu pour les besoins de ses contraintes comptables ;

(d) *Variante 1 :*
si le lieu de situation où le compte de titres est tenu, ne peut être déterminé selon les sous-paragraphes (a) à (c), le lieu où est légalement établi l'intermédiaire teneur de compte, ayant conclu avec le titulaire de compte la convention de compte de titres ;

Variante 2 :
si le lieu de situation où le compte de titres est tenu, ne peut être déterminé selon les sous-paragraphes (a) à (c), l'Etat dont le droit régit la convention de compte de titres.

(4) Pour les besoins de l'application des dispositions de cet Article, il ne sera pas tenu compte des facteurs suivants :

(a) le lieu de situation des installations de traitement de données et de comptabilité ;

(b) le lieu de situation des certificats représentant ou matérialisant les titres ;

APPENDIX C

SUGGESTION FOR AMENDMENT OF THE TEXT OF WORKING DOCUMENT NO 16 SUBMITTED BY THE PERMANENT BUREAU, THE LEGAL EXPERT TO THE PERMANENT BUREAU AND THE CHAIR OF THE DRAFTING GROUP ("FEBRUARY 2001 DRAFT")

Article 1 Scope of the Convention

(1) This Convention determines the law governing proprietary aspects of dealings in securities held indirectly through a securities account.

(2) This Convention applies in all cases involving a choice between the laws of different States.

Article 2 Interpretation

(1) In this Convention:

"securities" means any stocks, shares, bonds or other financial assets or instruments, or any interest therein, that may be credited to a securities account;

"securities intermediary" means a person that maintains for others accounts to which securities are credited and is acting in that capacity or for its own account;

"securities account" means an account with a securities intermediary to which securities are credited;

"account right" means the aggregate of the rights of an account holder derived from a credit of securities to a securities account;

"account holder" means a person to whose securities account securities are credited;

"disposition" means a pledge or outright transfer of title;

"pledge" includes mortgage, charge and any other form of security interest which is not an outright transfer of title;

"perfection" means completion of the steps necessary to render a disposition of an account right effective against persons who are not parties to that disposition;

"insolvency administrator" means a person or body, including one appointed on an interim basis, authorised in an insolvency proceeding to administer the reorganisation or liquidation of the debtor's assets or affairs;

"insolvency proceeding" means a collective judicial or administrative proceeding, including an interim proceeding, in which the assets and affairs of the debtor are subject to control or supervision by a court or other competent authority for the purpose of reorganisation or liquidation.

(2) References in this Convention to an account right include any interest in an account right.

(3) References in this Convention to a disposition of an account right include a disposition to or in favour of the account holder's securities intermediary.

Article 3 Determination of the applicable law

Proprietary aspects of dealings in securities credited to a securities account are governed by the law of the place of the relevant securities intermediary.

Article 4 Determination of the place of the relevant securities intermediary

(1) In this Convention, the place of the relevant securities intermediary means the place where the securities account is maintained.

(2) For the purposes of this Convention, the securities account is [deemed to be] maintained at the place agreed between the account holder and its securities intermediary, provided that such place is a place where the securities intermediary has an office or branch and the securities intermediary [treats][records] the securities account as being maintained at that office or branch for purposes of reporting to its account holders or for regulatory or accounting purposes.

(3) If the place where the securities account is [deemed to be] maintained is not determined under paragraph (2), the place where the securities account is maintained is:

(a) the place of the office or branch at which the relevant securities intermediary [treats][records] the securities account as being maintained for purposes of reporting to its account holders;

(b) if the place where the securities account is maintained cannot be determined under sub-paragraph (a), the place of the office or branch at which the relevant securities intermediary [treats][records] the securities account as being maintained for regulatory purposes;

(c) if the place where the securities account is maintained cannot be determined under sub-paragraphs (a) or (b), the place of the office or branch at which the relevant securities intermediary [treats][records] the securities account as being maintained for accounting purposes;

(d) *Variant 1:*
if the place where the securities account is maintained cannot be determined under any of sub-paragraphs (a) to (c), the place where the securities intermediary which has contracted with the account holder to maintain the securities account is legally established;

Variant 2:
if the place where the securities account is maintained cannot be determined under any of sub-paragraphs (a) to (c), the State whose law governs the agreement establishing the securities account.

(4) In applying the provisions of this Article no account shall be taken of the following:

(a) the place where the technology supporting the bookkeeping or data processing is located;

(b) the place where certificates representing or evidencing securities are located;

(c) le lieu de situation où est tenu par, ou pour le compte de l'émetteur des titres le registre des titulaires de ceux-ci ;

(d) le lieu de constitution de l'émetteur de titres ou le lieu du siège social de celui-ci ;

(e) le lieu de situation de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire teneur de compte qui a conclu avec le titulaire de compte la convention de compte de titres ;

(f) le lieu de situation du titulaire de compte.

Article 5 Domaine de la loi applicable

La loi applicable détermine :

(a) la nature juridique des droits constituant un droit dérivé du compte ;

(b) les aspects de droit réel se rapportant à [l'acquisition], la modification, au transfert ou à l'extinction d'un droit dérivé du compte ;

(c) toute formalité nécessaire à assurer l'opposabilité du transfert d'un droit dérivé du compte ;

(d) le rang de tout titre ou droit portant sur les droits dérivés du compte par rapport à tout titre ou droit revendiqué par un tiers et les obligations, le cas échéant, d'un intermédiaire teneur de compte envers un tiers revendiquant un tel droit ;

(e) les formalités requises pour la réalisation d'un droit dérivé du compte grevé d'un nantissement.

Article 6 Insolvabilité

(1) L'ouverture d'une procédure d'insolvabilité n'affecte pas l'efficacité de toute acquisition ou transfert relatif à un droit dérivé du compte, constitué et rendu opposable conformément au droit du lieu de situation de l'intermédiaire teneur de compte pertinent.

(2) Le présent article ne porte pas préjudice à l'application :

(a) de toute règle du droit de l'insolvabilité relative [au rang des catégories de créances ou] à la nullité des transactions faites au mépris des règles sur la période suspecte ou en fraude des droits des créanciers, ou

(b) des règles procédurales d'insolvabilité relatives à la mise en œuvre de droits sur un bien qui est sous le contrôle ou la supervision d'un administrateur de l'insolvabilité.

Article 7 Applicabilité générale de la Convention

La présente Convention est applicable même si la loi qu'elle désigne est celle d'un Etat non contractant.

Article 8 Exclusion du renvoi

Au sens de la présente Convention, le terme « loi » désigne le droit en vigueur d'un Etat, à l'exclusion des règles de conflit de lois.

Article 9 Lois d'application immédiate

La présente Convention ne porte pas atteinte aux dispositions de la loi du for dont l'application s'impose même aux situations internationales, quelle que soit la loi désignée par les règles de conflit de lois, autres que toutes dispositions imposant des conditions relatives à l'opposabilité ou se rapportant au rang.

Article 10 Ordre public

Les dispositions de toute loi déterminée en application de la présente Convention peuvent être écartées si leur application est manifestement incompatible avec l'ordre public.

Article 11 Etats comprenant plusieurs systèmes de droit

(1) Un Etat dans lequel plusieurs unités territoriales ont leurs propres règles de droit en matière de titres inscrits en compte de titre auprès d'un intermédiaire teneur de compte, ne sera pas tenu d'appliquer la présente Convention aux conflits de lois survenant uniquement entre ces unités territoriales.

(2) Lorsqu'un Etat comprend plusieurs unités territoriales dont chacune a ses propres règles de droit régissant l'une des matières couvertes par la présente Convention, toute référence au lieu de situation de l'intermédiaire teneur de compte pertinent est considérée comme référence à l'unité territoriale de cet intermédiaire teneur de compte pertinent.

(c) the place where any register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located;

(d) the place where the issuer of the securities is organised or incorporated or has its statutory seat or registered office;

(e) the place where any intermediary other than the securities intermediary that has contracted with the account holder to maintain the securities account is located; or

(f) the place where the account holder is located.

Article 5 Scope of the applicable law

The applicable law determines:

(a) the legal nature of the rights constituting an account right;

(b) the proprietary aspects of any [acquisition,] variation, disposition or extinction of an account right;

(c) any requirements for perfection of a disposition of an account right;

(d) the priority of any person's title to or interest in the account right as against any competing title or interest and the duties, if any, of a securities intermediary to a person who asserts an adverse claim to the account holder's interest; and

(e) any steps required for the realisation of an account right subject to a pledge.

Article 6 Insolvency

(1) The opening of an insolvency proceeding shall not affect the effectiveness of an acquisition or disposition of an account right, constituted and perfected in accordance with the law of the place of the relevant securities intermediary.

(2) Nothing in this Article affects the application of:

(a) any rules of insolvency law relating to the [ranking of categories of claim or to the] avoidance of a transaction as a preference or a transfer in fraud of creditors; or

(b) any rules of insolvency procedure relating to the enforcement of rights to property which is under the control or supervision of an insolvency administrator.

Article 7 General applicability

This Convention applies even if the applicable law is that of a non-Contracting State.

Article 8 Exclusion of renvoi

In this Convention, the term "law" means the law in force in a State other than its choice of law rules.

Article 9 International mandatory rules

This Convention does not prevent the application of those provisions of the law of the forum which, irrespective of rules of conflict of laws, must be applied even to international situations, other than any provision imposing requirements with respect to perfection or relating to priorities.

Article 10 Public policy

The provisions of any law determined by this Convention may be disregarded when their application would be manifestly incompatible with public policy.

Article 11 States with more than one legal system

(1) A State within which different territorial units have their own rules of law in respect of any matter dealt with in this Convention shall not be bound to apply this Convention to conflicts solely between the laws of such units.

(2) In relation to a State in which two or more sets of rules of law with regard to any matter dealt with in this Convention apply in different territorial units, any reference to the place of the relevant securities intermediary shall be construed as referring to the territorial unit of the relevant securities intermediary.

PROPOSITION SUPPLÉMENTAIRE PORTANT SUR L'ARTICLE 4 SOUMISE PAR LE BUREAU PERMANENT, L'EXPERT JURIDIQUE DU BUREAU PERMANENT ET LE PRÉSIDENT DU GROUPE DE RÉDACTION (« PROJET DE MARS 2001 »)

Article 4 Détermination du lieu de situation de l'intermédiaire teneur de compte pertinent

1) Dans la présente Convention le lieu de situation de l'intermédiaire teneur de compte pertinent désigne le lieu où est tenu le compte de titres.

2) Pour l'application de cette Convention, le compte de titres est tenu au lieu convenu entre le titulaire du compte et son intermédiaire teneur de compte, pour autant que l'intermédiaire teneur de compte traite le compte de titres comme étant tenu auprès de cet établissement à des fins réglementaires ou comptables ou pour des besoins d'information interne ou externe.

3) Si le lieu de situation dans lequel le compte de titres est tenu ne peut être déterminé selon l'alinéa 2, les éléments qui peuvent être pris en considération pour déterminer le lieu de situation du compte sont les suivants :

(a) le lieu de situation de l'établissement où l'intermédiaire teneur de compte pertinent traite le compte de titres comme étant tenu à des fins réglementaires ou comptables ou pour les besoins d'information interne ou externe ;

(b) le lieu de l'établissement ou des établissements de l'intermédiaire teneur de compte pertinent avec lequel ou lesquels le teneur de compte de titres fait affaire ;

(c) les termes de la convention de compte de titres, du contrat de conservation ou autres contrats portant sur le compte de titres entre l'intermédiaire teneur de compte pertinent et le titulaire de compte ;

(d) le contenu de relevés de compte ou d'autres rapports préparés par l'intermédiaire teneur de compte pertinent qui reflètent le solde des droits détenus par le titulaire de compte ; et

(e) l'Etat dont la loi régit la convention de compte de titres.

4) Pour les besoins de l'application des dispositions de cet Article, il ne sera pas tenu compte des facteurs suivants :

(a) le lieu de situation des installations de traitement de données et de comptabilité ;

(b) le lieu de situation des certificats représentant ou matérialisant les titres ;

(c) le lieu de situation où est tenu par, ou pour le compte de l'émetteur des titres le registre des titulaires de ceux-ci ;

(d) le lieu de constitution de l'émetteur de titres ou le lieu du siège social de celui-ci ;

(e) le lieu de situation de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire teneur de compte qui a conclu avec le titulaire de compte la convention de compte de titres.

APPENDIX D

FURTHER SUGGESTION FOR ARTICLE 4 SUBMITTED BY THE PERMANENT BUREAU, THE LEGAL EXPERT TO THE PERMANENT BUREAU AND THE CHAIR OF THE DRAFTING GROUP ("MARCH 2001 DRAFT")

Article 4 Determination of place of relevant securities intermediary

(1) In this Convention, the place of the relevant securities intermediary means the place where the securities account is maintained.

(2) For the purposes of this Convention, the securities account is maintained at the place of the office of the relevant securities intermediary agreed between the account holder and the securities intermediary, provided that the securities intermediary treats the securities account as being maintained at that office for [a regulatory, accounting or internal reporting purpose] [regulatory, accounting or internal reporting purposes].

(3) If the place where the securities account is maintained is not determined under paragraph (2), the factors that may be considered in determining the place where the securities account is maintained include the following:

(a) the location of the office where the relevant securities intermediary treats the securities account as being maintained for regulatory, accounting or internal or external reporting purposes;

(b) the location of the office or offices of the relevant securities intermediary with which the account holder deals;

(c) the terms of the custody agreement, account agreement or other agreement relating to the securities account between the relevant securities intermediary and the account holder;

(d) the terms of account statements or other reports prepared by the relevant securities intermediary that reflect the balance of the account holder's interest in the securities account; and

(e) the State whose law governs the agreement establishing the securities account.

(4) In applying the provisions of this Article, no account shall be taken of the following factors:

(a) the place where the technology supporting the bookkeeping or data processing for the securities account is located;

(b) the place where certificates representing or evidencing securities are located;

(c) the place where any register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located;

(d) the place where the issuer of the securities is organised or incorporated or has its statutory seat or registered office; or

(e) the place where any intermediary other than the relevant securities intermediary is located.

Proposition de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable aux droits réels portant sur des titres intermédiés

SOUMISE PAR LE BUREAU PERMANENT

Document préliminaire No 3 de juillet 2001

Proposition de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable aux droits réels portant sur des titres intermédiés

Propositions de nouvel amendement au texte contenu dans le Document de travail No 16 de la réunion d'experts de janvier 2001

avec brefs commentaires explicatifs
(à désigner « projet annoté de juillet 2001 »)

Note d'information

La proposition de texte suivante est un document consolidé reflétant l'état actuel des débats. Il est soumis à tous les Etats membres de la Conférence de la Haye et à tous les observateurs ayant participé au groupe de travail d'experts de janvier 2001. Les Etats membres et les observateurs, de même que toute personne intéressée, sont invités à ***soumettre des observations par écrit au Bureau Permanent avant le 1er octobre 2001***. Les notes explicatives relatives au texte proposé ont pour objet d'aider au processus de consultation. Sur le fondement des observations émises, un nouveau projet de texte sera préparé, qui servira alors de document de travail de base pour la réunion de la Commission spéciale prévue pour janvier 2002.

Les deux rapports suivants servent de documents de référence essentiels :

- « La loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte », Rapport établi par Christophe Bernasconi, Document préliminaire No 1 de novembre 2000 à l'intention du Groupe de travail de janvier 2001 (désigné « Rapport de novembre 2000 ») ;
- « Rapport sur la réunion du Groupe de travail d'Experts (15 au 19 janvier 2001) et les travaux informels menés par le Bureau Permanent sur la loi applicable aux dispositions de titres détenus auprès d'un intermédiaire », établi par le Bureau Permanent, Document préliminaire No 13 de juin 2001 à l'intention de la Dix-neuvième session (désigné « Rapport de juin 2001 »).

Ces deux documents sont disponibles sur le site Internet de la Conférence de La Haye (<www.hcch.net>) aux rubriques « travaux en cours », « titres intermédiés ».

Article 1 Objet de la Convention

(1) La présente Convention détermine la loi applicable aux droits réels portant sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire.

Ce paragraphe a pour objet de préciser que le projet de Convention (ci-après la « Convention ») ne porte que sur la détermination de la loi applicable aux aspects de *droit réel* d'une opération sur titres détenus auprès d'un intermédiaire (voir Doc. prél. No 2, p. 88-90 avec références complémentaires). Ces opérations comprennent notamment le nantissement, le transfert de propriété à titre de garantie ou le transfert en pleine propriété (ex. vente) de ces titres (voir ci-dessous art. 2). Si le droit d'un investisseur portant sur des titres n'est que de nature contractuelle, la Convention ne produira aucun effet sur ces droits en tant que tels ; en revanche, si ces titres sont, par exemple, fournis à titre de sûreté ou transférés à un acquéreur, les droits réels résultant du transfert de droits purement contractuels *sont* alors bien *couverts* par la Convention. (Note : l'expression « acquéreur » (*« purchaser »* dans la version anglaise) est utilisée sans préciser si elle ne vise que les « acheteurs » (*« buyers »*) ou couvre également les autres bénéficiaires de transferts conventionnels, tels que des donataires (*« donee »* ; une clarification supplémentaire de cette question par les experts serait indiquée).

La Convention n'affectera en rien la nature des droits d'un investisseur portant sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ; elle n'imposera aucune modification au droit matériel d'un Etat à cet égard (voir également les observations sous l'art. 2, al. 1, « titres détenus auprès d'un intermédiaire »). En conséquence, les droits qu'un investisseur détient sur des titres en vertu de loi qui lui est applicable avant de constituer ces titres en sûreté ou de les transférer à un acquéreur, ne seront pas modifiés par le régime proposé. La règle de conflit de lois adoptée devrait s'appliquer de manière rationnelle et cohérente aux droits d'un investisseur quelle que soit la nature de ces droits.

Contrairement au projet de janvier 2001, la référence aux « droits dérivés du compte » a été supprimée. Il a été fait état pendant les travaux informels ultérieurs de préoccupations quant à l'utilisation des deux termes « titres » et « droits dérivés du compte » pour un objet quasiment identique en substance. En outre, il a été redouté que les « droits dérivés du compte » puissent inclure des droits purement contractuels, sur lesquels la Convention n'a pas d'effet (sauf si de tels droits sont fournis en sûreté ou sont transférés à un acquéreur, voir ci-dessus). Nous proposons donc de simplifier et d'harmoniser le texte en supprimant les références aux « droits dérivés du compte » et en utilisant partout l'expression « titres détenus auprès d'un intermédiaire », dont une définition a été incluse. La différence mineure entre le terme utilisé dans l'intitulé de la Convention (« titres intermédiés ») et l'article 1, paragraphe 1 (« titres détenus auprès d'un intermédiaire »), n'a pas pour objet de traduire une différence de substance. Le seul objet est de garder un titre aussi bref et « percutant » que possible (le terme de « titres intermédiés » est courant). La terminologie de l'article 1, par contre, a pour objet de décrire aussi précisément que possible ce que sont les titres intermédiés (des titres détenus auprès d'un intermédiaire).

La Convention *ne* détermine *pas* la loi applicable aux aspects *contractuels ou à tout aspect autre que réel* de droits ou devoirs afférents à des titres détenus auprès d'un intermédiaire (sauf si de tels droits sont fournis en sûreté ou sont transférés à un acquéreur, voir ci-dessus). Pendant le processus de travail informel, il a été soutenu que le paragraphe 1 reflétait cela de façon appropriée et était suffisamment clair. Néanmoins, il pourrait être souhaitable de l'indiquer expressément dans un second paragraphe. En outre, ceci permettrait de préciser que la Convention ne s'applique en aucune façon aux droits et devoirs d'un *émetteur* de titres ou d'un *mandataire chargé de tenir des registres ou d'effectuer des transferts*. Il est donc proposé

Tentative Text on Key Provisions for a Future Convention on the Law Applicable to Proprietary Rights in Indirectly Held Securities

SUBMITTED BY THE PERMANENT BUREAU

Preliminary Document No 3 of July 2001

Tentative Text on Key Provisions for a Future Convention on the Law Applicable to Proprietary Rights in Indirectly Held Securities

Suggestions for further amendment of the text contained in Working Document No 16 of the January 2001 Experts meeting

with brief explanatory comments
(to be referred to as the "annotated July 2001 draft")

Information note

The following tentative text is a consolidated document reflecting the current status of discussion. It is submitted to all Member States of the Hague Conference and to all observers who participated in the experts Working Group meeting of January 2001. The Member States and observers, as well as any interested parties, are invited to ***submit written comments to the Permanent Bureau before 1 October 2001***. The explanatory notes to the tentative text are designed to assist in the consultation process. On the basis of the comments received, a new draft text will be prepared which should then serve as the basic working document for the Special Commission meeting scheduled for January 2002.

The two following Reports serve as basic reference documents:

- "The Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems", Report prepared by Christophe Bernasconi, Preliminary Document No 1 of November 2000 for the attention of the Working Group of January 2001 (referred to as the "November 2000 Report");

- "Report on the Meeting of the Working Group of Experts (15 to 19 January 2001) and Related Informal Work Conducted by the Permanent Bureau on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held with an Intermediary", prepared by the Permanent Bureau, Preliminary Document No 13 of June 2001 for the attention of the Nineteenth Session (referred to as the "June 2001 Report").

These two documents are available on the website of the Hague Conference (<www.hcch.net>) under the headings "work in progress", "indirectly held securities".

Article 1 Purpose of the Convention

(1) This Convention determines the law governing proprietary rights in respect of securities held with an intermediary.

This paragraph is intended to make clear that the proposed Convention (hereinafter the Convention) only deals with the identification of the appropriate law to govern *proprietary* aspects of dealings in securities held with an intermediary (see Prel. Doc. No 2, pp. 89-91, with further references). These dealings include in particular a pledge, a title transfer by way of security or an outright transfer (*e.g.*, sale) of such securities (see below under Art. 2). If an investor's interest in the securities is merely of a contractual nature, the Convention will have no effect on this interest as such, but if for example the interest is provided as collateral or transferred to a purchaser, the proprietary rights arising from the transfer of purely contractual rights *are* covered by the Convention (additional note: the expression "purchaser" is used without specifying whether it is limited only to "buyers" or extends to other recipients of consensual transfers, *e.g.*, a donee; additional clarification from experts on this issue would be welcome).

The Convention will not interfere with the nature of an investor's interest in securities held with an intermediary, nor impose any change on a State's substantive law in this regard (see also the comments under Art. 2, para. 1, "securities held with an intermediary"). Consequently, the interests which an investor holds in the securities under local law, prior to providing these interests as collateral or transferring them to a purchaser, will not be altered by the proposed regime. The conflict of laws rule adopted should apply rationally and consistently to an investor's interest irrespective of the form the interest takes.

In contrast with the January 2001 draft, the reference to "account rights" has been omitted. Concerns were raised during the subsequent informal working process about the use of the two terms "securities" and "account rights" for something that is essentially the same thing. Also, there were concerns that "account rights" could include purely contractual rights, with which the Convention is not concerned (unless such rights are provided as collateral or transferred to a purchaser, see above). Therefore, we suggest simplifying and harmonising the text by deleting references to account rights and using throughout the phrase "securities held with an intermediary", for which a definition has been included. The minor difference between the language used in the title ("indirectly held securities") and Article 1, paragraph 1 ("securities held with an intermediary"), is not intended to reflect any difference in substance. The sole purpose is to keep the title as short and as "catchy" as possible (the term "indirectly held securities" is indeed very widespread); the language in Article 1, on the other hand, is designed to describe as precisely as possible what is actually meant by indirectly held securities (*i.e.*, securities that are held with an intermediary).

The Convention does *not* determine the law applicable to the *contractual or other non-proprietary aspects* of rights or duties with respect to securities held with an intermediary (unless such interests are provided as collateral or transferred to a purchaser, see above). During the informal working process, it has been suggested that this was appropriately reflected in paragraph 1 and is sufficiently clear. Nonetheless, it might be helpful to state this explicitly in a second paragraph; in addition, this would allow to make it clear that the Convention does not in any way apply to rights and duties of an *issuer* of securities or a *registrar or transfer agent*. Hence, it is proposed to keep, at least

de conserver, pour le moment à tout le moins, le paragraphe suivant dans la proposition de texte de la Convention :

(2) Cette Convention ne détermine pas la loi applicable aux aspects contractuels ou autres aspects non-réels de droits ou obligations portant sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, notamment :

(a) les droits et obligations contractuels des parties à une opération sur titres ;

(b) les droits et obligations contractuels découlant des relations entre un intermédiaire et un teneur de compte ;

(c) les droits et obligations d'un émetteur de titres ; ou

(d) les droits et obligations d'un mandataire chargé de tenir des comptes ou d'effectuer des transferts.

Article 2 Définitions et interprétation

(1) Dans la présente Convention :

« titres » désigne tous titres de capital, actions, obligations, ou autres actifs ou instruments financiers, ou tout droit s'y rapportant ;

La terminologie proposée couvre à la fois les titres représentés par des *certificats* et les titres *dématérialisés,* que ces titres soient *cotés* en bourse ou non (voir Doc. prél. No 2, p. 92-94, et références supplémentaires). En ce qui concerne les *produits dérivés,* les *bons de souscription* ou *bons « couverts »* conférant le droit d'acheter des titres particuliers relèvent de la définition proposée. Il en est de même pour les *options négociables ou transférables.* Les autres produits dérivés, tels que les *contrats d'échange réciproque* négociés individuellement entre contreparties particulières, ne relèvent pas de la définition. Les contrats d'échange réciproque eux-mêmes ne sont pas portés en compte ; ce sont simplement des contrats d'échange d'instrument ou de flux financiers entre les parties. Les matières premières et instruments représentant des matières premières (tels que *warrants sur métal* et *connaissements*) ne sont pas des titres et ne relèvent donc pas du champ d'application de la Convention proposée. En ce qui concerne les *espèces*, voir les commentaires sous « compte de titres ».

« intermédiaire » désigne toute personne qui, à des fins professionnelles, tient pour autrui ou pour compte propre des comptes de titres au crédit desquels sont inscrits des titres ;

Cette définition inclut non seulement les banques centrales et dépositaires centraux de titres nationaux (DCTN) et internationaux (DCTI), mais comprend toute personne tenant pour autrui des comptes au crédit desquels des titres sont portés. Le terme de « personne » doit recevoir son acception ordinaire ; il comprend donc non seulement les personnes morales mais également les personnes physiques, sociétés de personnes et groupements dépourvus de personnalité morale. La définition proposée ne dépend pas de conditions réglementaires (telles que des règles de surveillance) ; les exigences réglementaires relèvent du droit public de l'Etat en question (voir Doc. prél. No 2 p. 96-98).

« intermédiaire pertinent » désigne l'intermédiaire qui a conclu avec le titulaire une convention pour la tenue d'un compte de titres ;

En vertu de la principale disposition de la Convention (art. 4), la loi régissant les droits réels portant sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire est la loi du lieu de l'intermédiaire pertinent (PRIMA). En application des deux approches proposées à l'article 5 (c'est-à-dire « l'approche du compte » et « l'approche de l'établissement ou de la succursale »), cette loi dépend du lieu de situation d'un établissement ou d'une succursale particulière de l'intermédiaire pertinent. Dans le cas d'un intermédiaire avec une présence mondiale et disposant d'établissements ou de succursales multiples, la loi régissant des comptes particuliers pourrait donc être la loi de différents établissements ou succursales de l'intermédiaire. La définition de « l'intermédiaire pertinent » ci-dessus ne détermine pas dans ce cas quelle loi doit recevoir application. Cette définition vise plutôt l'ensemble juridique de l'intermédiaire. La définition de l'intermédiaire pertinent n'est incluse que pour préciser que lorsque la Convention vise l'intermédiaire pertinent, cela désigne l'intermédiaire propre du client et non d'autres intermédiaires en amont, tels que le DCT auprès duquel les titres sont détenus en définitive.

Pendant tout le processus de travail, divers experts ont souligné que la Convention devrait traiter expressément de la situation où plusieurs intermédiaires interviennent dans une opération, et notamment lorsqu'un constituant et un bénéficiaire de sûreté détiennent leurs droits par le biais d'intermédiaires différents et que la sûreté est constituée par voie de transfert de propriété. Dans un tel cas, les droits du constituant de la sûreté (cédant / vendeur) ne sont pas transférés directement au bénéficiaire (cessionnaire / acquéreur) car le constituant ne détient à aucun moment de droits auprès du même intermédiaire que le bénéficiaire. Au lieu de cela, le constituant donne instruction à son intermédiaire de céder des droits à l'intermédiaire du bénéficiaire, demandant que cet intermédiaire crédite le compte du bénéficiaire. Si les experts susvisés s'accordent à penser que PRIMA simplifiera la question de conflit de lois et améliorera la certitude à *chacun* des niveaux du système de détention intermédiée en substituant une loi unique (la loi de PRIMA) aux multiples possibilités devant actuellement être considérées à chaque niveau (ex. loi de situation des certificats, loi de constitution de l'émetteur, droit du for, PRIMA, etc.), ils font également valoir que PRIMA devrait aller plus loin. Ils recommandent que dans un but de clarté et de simplicité, la Convention devrait prévoir qu'une loi *unique* régit les droits réels à *toutes* les étapes d'un transfert entre parties ayant recours à des intermédiaires différents.

D'autres experts, cependant, ont exprimé des doutes importants à l'égard de cette proposition. Ils font valoir que si la simplicité de la proposition est séduisante à première vue, elle soulève également de graves difficultés. Ils ne sont pas convaincus qu'il est nécessaire ou souhaitable d'avoir une sorte de « Super-PRIMA » prévalant sur tous les PRIMA individuels à chacun des niveaux du système de détention indirecte. Ils jugent que PRIMA doit produire autant de simplicité et de certitude en matière de détentions et de transferts par inscription en comte que la règle traditionnelle de *lex rei sitae* en produit pour la détention matérielle et les transferts de titres au porteur. En d'autres termes, PRIMA devrait toujours fournir, à chaque niveau du système de détention indirecte, la même réponse à la question de savoir quelle loi régit les aspects de droit réel d'une détention ou d'un transfert par inscription en compte de titres : la loi PRIMA du niveau en question. Mais un « Super-PRIMA » prévalant sur ces PRIMA individuels n'est pas nécessaire. Un autre problème identifié par ces experts est que les parties impliquées aux stades initiaux ou intermédiaires d'un tel transfert peuvent ne pas avoir connaissance du cessionnaire définitif ou du lieu de son intermédiaire. Aussi, serait-il contraire aux principes, ainsi qu'à la certitude et à la prévisibilité que la Convention vise à établir, que les parties dans une telle situation soient exposées aux effets des règles de droit réel d'un Etat dont ils n'ont pas connaissance. En outre, la proposition semblerait avoir pour

Projet annoté de juillet 2001

for the time being, the following paragraph in the suggested text of the Convention:

(2) This Convention does not determine the law applicable to the contractual or other non-proprietary aspects of rights or duties in respect of securities held with an intermediary, and in particular:

(a) the contractual rights and duties of parties to a transaction in securities;

(b) the contractual rights and duties arising from relations between an intermediary and an account holder;

(c) the rights and duties of an issuer of securities; or

(d) the rights and duties of a registrar or transfer agent.

Article 2 Definitions and interpretation

(1) In this Convention:

"securities" means any stocks, shares, bonds or other financial assets or instruments, or any interest therein;

The suggested language encompasses both *certificated* and *dematerialised* securities, whether such securities are *listed* on an exchange or not (see Prel. Doc. No 2, pp. 93-95, with further references). As regards *derivative instruments, subscription warrants* or *"covered" warrants* conferring the right to buy specified securities fall within the suggested definition. The same applies to *tradable or transferable options*. Other derivatives, such as *swaps* individually negotiated between particular counterparties, do not fall within the definition. *Swaps* themselves are not credited to an account; they are merely contracts for exchange of products or cash flows between the parties. *Physical commodities* and instruments representing physical commodities (such as *metal warrants* and *bills of lading*) are not securities and hence are not within the scope of the proposed Convention. As regards *cash*, see the comments made under "securities account".

"intermediary" means a person that in the course of business maintains accounts to which securities may be credited and is acting in that capacity either for others or for its own account;

This definition does not only include central banks and national central securities depositories (CSDs) and international central securities depositories (ICSDs), but includes any person who maintains accounts for others to which securities are credited. The term "person" should be given its ordinary meaning; it thus not only includes legal persons, but also natural persons, unincorporated firms and partnerships. The suggested definition is not tied to regulatory requirements (such as rules relating to supervision); regulatory requirements are a matter of substantive public law of the jurisdiction concerned (see Prel. Doc. No 2, pp. 97-99).

"relevant intermediary" means the intermediary with whom the account holder maintains the securities account;

Under the key substantive provision of the Convention (Art. 4), the law governing proprietary rights in securities held with an intermediary is the law of the place of the relevant intermediary (PRIMA). Under both approaches suggested in Article 5 (*i.e.*, the "account approach" and the "branch / office approach"), that law is determined by the location of a particular office or branch of the relevant intermediary. Thus, in the case of a global intermediary with multiple offices or branches, the law governing particular accounts might be the law of different branches or offices of the intermediary. The definition of "relevant intermediary" above does not determine in that case which is the law to be applied. Rather this definition refers to the entire juridical entity of the intermediary. The definition of relevant intermediary is included only to make clear that references in the Convention to the relevant intermediary mean the customer's own intermediary rather than other upstream intermediaries, such as the CSD through which the securities are ultimately held.

Throughout the working process, various experts stressed that the Convention should specifically address the situation where several intermediaries are involved in a transaction, in particular where a collateral provider and collateral taker hold through different intermediaries and the collateral is provided by way of title transfer. Under such a holding pattern, the collateral provider's (transferor's / seller's) interest is not transferred directly to the collateral taker (transferee / purchaser), since the collateral provider never holds an interest with the same intermediary as the collateral taker. Instead, the collateral provider instructs its intermediary to transfer interests to the collateral taker's intermediary, with a request to the latter to credit the collateral taker's account. While the experts referred to above agree that PRIMA will simplify the choice of law issue and improve certainty at *each* level of the multi-tiered holding system by substituting a single law (*i.e.*, the law of PRIMA) for the multiple possibilities that must now be considered at *each* level (*e.g.*, law where certificates are located, law of issuer's incorporation, law of the forum, PRIMA, etc.), they also argue that PRIMA should go further. They urge that, in the interests of clarity and simplicity, the Convention should provide that a *single* law governs proprietary aspects of *all* stages of a transfer between parties who use different intermediaries.

Other experts, however, have expressed strong doubts about this proposal. They argue that while the simplicity of the proposal might be attractive at first sight, it also poses serious problems. They are not persuaded that it is necessary or desirable to have a sort of "Super-PRIMA" that trumps all the individual PRIMAs at each level of the multi-tiered holding system. They believe that PRIMA should provide as much simplicity and certainty in the world of book-entry holdings and transfers as the traditional *lex rei sitae* rule provides for physical possession and transfers of bearer securities. In other words, PRIMA should provide a single answer to what law governs the proprietary issues arising out of book-entry holdings and transfers of securities at each level of the multi-tiered holding system, *i.e.*, the PRIMA at that level. But there is no need for a "Super-PRIMA" to trump these individual PRIMAs. An additional problem identified by these experts is that the parties involved in the early or middle stages of such a transfer may not be aware of the ultimate transferee or the location of its intermediary. Against this background, it would seem contrary to principle, and to the certainty and predictability which the Convention aims to produce, that parties in this position should be exposed to the effect of rules of property law of a jurisdiction of which they are unaware. Moreover, the suggestion would appear to have the result that the law governing the pro-

résultat que la loi régissant les aspects de droits réels des étapes initiales du transfert ne sera fixée qu'a posteriori ; au moment de la survenance de chaque étape, elle semblera être régie par une loi particulière, mais celle-ci sera remplacée par une loi différente lorsqu'il apparaîtra qu'un cessionnaire définitif détenant auprès d'un intermédiaire dans un autre Etat est impliqué. Une autre difficulté mentionnée par les opposants à la proposition d'une « loi unique » résulte du fait que certains transferts intermédiaires seront des transferts collectifs d'ensemble de titres transmis à des cessionnaires définitifs différents qui ont leurs comptes auprès d'intermédiaires situés dans différents Etats. En pareil cas, il pourrait être impossible d'identifier quels titres sont attribuables à chacun des cessionnaires définitifs, laissant la loi applicable dans l'incertitude complète.

Dans le Rapport de novembre 2000, il était proposé qu'en application de PRIMA les aspects de droits réels de chacune des différentes étapes de ce processus de transfert soient régis par une loi *différente*. Aussi, la question décisive de savoir si le bénéficiaire de la sûreté (cessionnaire / acquéreur) a acquis un droit valide serait-elle soumise à la *loi de son propre intermédiaire*.

Il est évident que cette question nécessite un plus ample débat.

« compte de titres » désigne un compte auprès d'un intermédiaire teneur de compte au crédit duquel sont inscrits des titres ;

Quel est l'effet de la formulation proposée sur les *espèces* ? Lors de la réunion de janvier 2001, plusieurs experts ont souligné que les comptes en espèces ne devraient pas relever du champ d'application de la Convention, car la caractéristique centrale des structures de détention indirecte n'apparaîtrait normalement pas par rapport à des espèces. Cependant, un autre groupe d'experts a souligné que parfois, auprès des DCTI, les espèces et les titres sont inscrits au même compte. Ils font également référence au fait que la disposition sur les conflits de lois contenue dans le projet de Directive communautaire sur l'utilisation transfrontalière des sûretés s'étend aux espèces. Ainsi, il pourrait ne pas être souhaitable d'exclure complètement les espèces de la Convention de la Haye. Le projet actuel applique une démarche intermédiaire. La référence aux « comptes de titres » exclut du champ d'application les espèces créditées à un « compte courant » général, mais lorsque les espèces sont créditées à titre de produit d'une opération à un « compte de titres », la Convention devrait être applicable.

Il est cependant à noter que tous les aspects de la question de la mesure de l'application de la Convention aux espèces n'ont pas encore été débattus. Notamment, on peut se demander si la Convention aura un effet appréciable même sur les espèces créditées à titre de produit d'une opération : dans la plupart des systèmes de droit, les espèces portées en compte ne confèrent pas un droit *réel* mais un simple droit *contractuel*. Comme il a déjà été indiqué sous l'article 1, la Convention ne produit pas d'effets si les droits d'un investisseur sont de nature uniquement contractuelle.

« titres détenus auprès d'un intermédiaire » détermine les droits découlant de l'inscription de titres en compte ;

Comme il a déjà été indiqué sous l'article 1, la Convention ne traite que des conflits de lois, laissant au droit matériel de chaque Etat le soin de déterminer la nature des droits d'un investisseur portant sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire. Dans certains systèmes, ce droit est considéré comme une forme de droit de propriété direct portant sur les titres sous-jacents, alors que d'autres le traitent comme une forme particulière de droit de propriété portant sur les biens détenus par l'intermédiaire. Dans certains systèmes, l'investisseur peut même ne disposer que d'un droit contractuel à l'encontre de l'intermédiaire. Aux fins de rédaction, il faut trouver un terme ou une expression désignant les droits que le droit matériel de l'Etat en cause accorde à un investisseur détenant des titres en compte auprès d'un intermédiaire. L'expression « titres détenus auprès d'un intermédiaire » est utilisée à cet égard parce que c'est une expression familière courante. Il importe toutefois de garder à l'esprit que cette expression est utilisée dans la Convention avec une définition expresse visant les droits tels qu'ils résultent du droit matériel de l'Etat en cause, quels qu'ils soient.

« titulaire de compte » désigne la personne titulaire du compte de titres sur lequel sont inscrits les titres ;

Le « titulaire de compte » est une personne, l'investisseur, au compte de titres duquel un ou plusieurs titres sont portés. Là encore, le terme de « personne » doit recevoir son acception courante ; il comprend non seulement les personnes morales, mais également les personnes physiques et sociétés de personnes et entreprises dépourvues de personnalité morale.

« transfert » désigne la constitution d'une sûreté ou un transfert en pleine propriété ;

L'utilisation du terme de « transfert » a pour objet de donner à la Convention un large champ d'application en ce sens que celle-ci s'applique à tout acte ou opération qui, en vertu du droit applicable, constitue une disposition d'un droit réel sur des titres intermédiés. Dans ce sens large, un transfert peut être une constitution de sûreté ou une vente. La règle de conflit de lois prévue dans la Convention couvre ces deux catégories. Cependant, le sens large du terme de « transfert » ne pourra être interprété comme étendant le champ d'application de la Convention au-delà des aspects de droits réels d'une opération en titres intermédiés ; notamment, il ne devra pas être compris comme appliquant la Convention aux aspects contractuels de telles opérations.

« sûreté » comprend le gage ou toute autre forme de sûreté, avec ou sans dépossession, y compris un transfert de propriété à titre de garantie ;

Le terme de « sûreté » est utilisé comme terme générique et comprend non seulement les sûretés avec dépossession mais également les formes de sûreté sans dépossession (telles qu'hypothèques mobilières et gages). En cas de gage, le constituant conserve la propriété des titres mis en gage. L'économie actuelle offre cependant de nombreux moyens de lever des fonds et de se protéger du risque de crédit, et tous les moyens d'obtenir cette protection ne font pas appel au mécanisme du gage : certains utilisent un mécanisme de transfert de propriété, dans le cadre duquel la propriété des biens apportés en garantie est transférée au bénéficiaire, qui n'a qu'une obligation contractuelle de restituer des titres équivalents. Ces mécanismes de transfert de propriété relèvent de l'expression « transfert à titre de garantie ». Ces dispositifs de transfert de propriété comprennent notamment les opérations de pension et d'achat-vente, prêts de titres, et contrats d'échange réciproque garantis par un système de transfert de propriété. De tels dispositifs de transfert de propriété sont couramment utilisés pour remplir une fonction de garantie, et en ce cas, ils doivent être considérés comme une opération de sûreté, même si – techniquement – ils ne créent pas de gage ou nantissement sur les biens constitués en sûreté. Pour lever toute ambiguïté, il faut répéter que dans la Convention, le terme de « sûreté » est utilisé pour comprendre les transferts à titre de garantie même si cette définition est plus large que celle de certains Etats.

Projet annoté de juillet 2001

prietary aspects of the earlier stages of the transfer is fixed only retrospectively; at the time that each stage occurs it will appear to be governed by one law, but this will be replaced by a different law when it becomes clear that an ultimate transferee holding through an intermediary in a different jurisdiction is involved. A further difficulty mentioned by the opponents to the "single law" proposal arises from the fact that some intermediate transfers will be composite transfers of securities in the course of transmission to a number of different ultimate transferees who hold through intermediaries in different jurisdictions. In such a case it may not be possible to identify which securities are attributable to which ultimate transferee, leaving the position on governing law quite unclear.

In the November 2000 Report, it was suggested that under PRIMA the proprietary aspects of each of the different stages of this transfer process should be governed by a *different* law. Against this background, the decisive question as to whether the collateral taker (transferee / purchaser) acquired a valid interest would be subject to the *law of its own intermediary*.

Obviously, this issue needs to be discussed further.

"securities account" means an account with an intermediary to which securities may be credited;

What is the impact of the suggested language on *cash*? During the January 2001 experts meeting, several experts stressed that cash accounts should not fall within the scope of application of the Convention, as the central feature of indirect holding structures would normally not appear in relation to cash. Another group of experts, however, stressed that sometimes, in ICSDs, cash and securities are kept in the same account; they also referred to the fact that the proposed EU Collateral Directive does include cash in its conflict of laws provision. Against this background, excluding cash altogether from the Hague Convention might not be appropriate. The current draft takes an intermediate approach. The reference to "securities account" excludes from the scope of application cash credited to general "deposit accounts". However, where cash is credited as proceeds to a "securities account", the Convention should apply.

It should be noted, however, that the question as to what extent the Convention applies to cash has not yet been discussed in full details. In particular, one may question whether the Convention will have any significant impact even on cash credited as proceeds: in most legal systems, cash credited to an account does not give rise to a *proprietary* but merely to a *contractual* right. As already mentioned under Article 1, the Convention has no effect if an investor's interest is merely of a contractual nature.

"securities held with an intermediary" means the rights of an account holder derived from a credit of securities to a securities account;

As already mentioned under Article 1, the Convention deals only with choice of law, leaving it to each State's substantive law to determine the nature of an investor's interest in securities held with an intermediary. In some systems that interest is described as a form of direct property interest in the underlying securities, while in other systems it is treated as a special form of property interest in the property held by the intermediary. Indeed, in some systems the investor may have only a contractual claim against the intermediary. For drafting purposes some word or phrase is needed to designate whatever rights the relevant State's substantive law gives to an investor who holds securities through an account with an intermediary. The phrase "securities held with an intermediary" is used for that purpose because it is a common colloquial phrase. It is important to remember, however, that this phrase is used in the Convention as a specially defined term that refers to whatever the rights are under the substantive law of the relevant State.

"account holder" means a person to whose securities account securities are credited;

The "account holder" is a person, *i.e.*, the investor, to whose securities account one or more securities are credited. Here again, the term "person" should be given its ordinary meaning; it not only includes legal persons, but also natural persons, unincorporated firms and partnerships.

"disposition" means pledge or outright transfer;

The use of the word "disposition" is intended to give the Convention a broad scope of application in the sense that the Convention extends to any act or dealing which, as a matter of applicable law, constitutes a proprietary disposition of indirectly held securities. In this broad sense, a disposition may be either a collateral transaction or a sale. The conflict of laws rule embodied in the Convention applies to both these categories. However, the broad meaning of the term "disposition" may not be construed as extending the Convention's scope beyond the proprietary aspects of a transaction over indirectly held securities; in particular, it may not be construed as applying the Convention to contractual aspects of such transactions.

"pledge" means any form of security interest whether possessory or non-possessory, including a title transfer by way of security;

The word "pledge" is used as a generic term and includes not only possessory security interests but also non-possessory forms of security interests (such as mortgages and charges). Under a pledge, the collateral provider retains ownership of the securities pledged. In today's economy, however, there are numerous ways of raising money and obtaining protection against credit exposure, and not all the ways of obtaining such protection utilise the pledge mechanism: some use a title transfer mechanism, under which ownership of the collateral is transferred to the collateral taker, who only has a contractual obligation to redeliver equivalent securities. These title transfer mechanisms fall under the expression "transfer by way of security". Examples of such title transfer arrangements include "repurchase agreements", "buy / sell-back" transactions, "securities loans", and swap transactions collateralised by means of a title transfer structure. Such title transfer arrangements are widely used to fulfil a security function, and where they do so, they are to be regarded as collateral transactions, even if – technically speaking – they do not create a pledge over collateral. Again, to be clear, in the Convention the term "pledge" is used to include transfer by way of security even though this is a broader definition than in some jurisdictions.

« opposabilité » signifie l'accomplissement de toute formalité nécessaire en vue d'assurer la pleine efficacité d'un transfert envers les personnes qui ne sont pas parties à ce transfert ;

« effets réels » désigne des effets pouvant affecter un tiers ;

« administrateur de l'insolvabilité » désigne une personne ou un organisme, même désigné(e) à titre provisoire, habilité(e) dans une procédure d'insolvabilité à administrer le redressement ou la liquidation des actifs ou des activités du débiteur ;

« procédure d'insolvabilité » désigne une procédure collective, judiciaire ou administrative, y compris une procédure provisoire, dans laquelle les actifs et les activités du débiteur sont soumis à contrôle ou supervision d'un tribunal ou d'une autre autorité compétente aux fins de redressement ou de liquidation.

Les deux dernières définitions sont tirées de l'article 5, lettres (e) et (f) du projet de Convention de la CNUDCI sur la cession de créances dans le commerce international. Ces deux définitions comprennent les procédures de réorganisation. Elles semblent suffisamment larges pour couvrir des procédures d'insolvabilité de nature diverse, quels que soient (i) le débiteur ; (ii) les motifs d'ouverture de la procédure ; et (iii) le caractère volontaire ou obligatoire de la procédure. La question de savoir si ces définitions sont effectivement suffisamment larges reste à débattre.

(2) Toute référence dans cette Convention à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend un transfert en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte[, y compris un transfert en vertu de la loi].

La référence à un « transfert en vertu de la loi » a pour objet d'assurer que la Convention s'applique également dans les cas où le droit national accorde à l'intermédiaire un privilège légal sur les titres intermédiés détenus par l'intermédiaire pour le titulaire de compte, par exemple afin de garantir le prix d'achat restant à régler par celui-ci. Il faut souligner cependant que lors du processus de travail informel, certains experts ont remis en question cette règle, soulignant que les principes de conflit de lois applicables aux transferts en vertu de la loi peuvent diverger de ceux applicables aux transferts conventionnels. Cette question nécessitant de toute évidence un examen ultérieur, elle a été mise entre crochets.

(3) Toute référence dans cette Convention à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend un transfert ayant comme objet un compte de titres.

Cette disposition a pour seul objet d'assurer que la Convention s'applique même si l'investisseur apporte en garantie le compte de titres au lieu des titres ou d'une partie des titres portés en compte. De même, la Convention s'applique également si l'investisseur transfère à un tiers le compte au lieu des titres ou d'une partie des titres portés en compte.

(4) Au sens de la présente Convention, une personne enregistrée sur un compte de titres dans la seule capacité d'administrateur, par exemple en tant que mandataire chargé de tenir un registre pour l'émetteur ou en tant qu'administrateur ou agent pour le titulaire de compte, ne peut être considérée comme intermédiaire par rapport au titulaire de ce compte pour la seule raison que cette personne tient aussi dans ses propres registres des écritures au sujet des titres crédités à ce compte.

Ce paragraphe porte sur un système de détention particulièrement courant dans les Etats nordiques. Dans ces Etats, des titres peuvent être détenus soit en compte individuel au nom du titulaire soit dans le cadre d'un compte général traditionnel. Lorsque les titres sont détenus dans un compte individuel auprès du DCT au nom du teneur de compte, le DCT note également l'identité d'un « administrateur de compte » (généralement une banque), agréé par le DCT, et qui gère ou administre le compte pour le teneur de compte. Les transferts ne peuvent être réalisés que par l'intermédiaire de l'administrateur de compte. Il semble clairement que cette structure doive être traitée comme une détention directe, le compte du teneur de compte auprès du DCT constituant la preuve de son droit de propriété. Cela est vrai même si l'administrateur de compte tient également des écritures parallèles dans ses propres registres justifiant des droits de clients pour lesquels il remplit les fonctions d'administrateur de compte. Il doit être clairement indiqué que ces écritures parallèles ne sont pas des « comptes de titres », et de ce fait, ces administrateurs de compte ne sont pas des « intermédiaires », au sens de la Convention. En d'autres termes, la Convention a vocation à s'appliquer lorsque l'intermédiaire agit en qualité de « mandant » mais pas uniquement de « mandataire » remplissant une fonction administrative pour le titulaire de compte.

Article 3 Caractère international d'une situation (champ d'application territorial de la Convention)

La présente Convention s'applique dans toutes les situations comportant un conflit entre les lois de différents Etats. Elle s'applique notamment lorsque, en rapport avec des titres détenus auprès d'un intermédiaire, au moins deux des éléments suivants sont situés dans des Etats différents :

(a) l'intermédiaire pertinent ;

(b) l'émetteur des titres ;

(c) le titulaire de compte ;

(d) une partie au transfert des titres ; ou

(e) un des intermédiaires à travers lesquels l'intermédiaire pertinent détient, directement ou indirectement, les titres.

La formulation proposée à l'article 3 combine les avantages de deux approches distinctes : d'une part, la liste spécifique de facteurs transfrontaliers pertinents (lettres (a) à (e)) procure de la certitude ; d'autre part, la nature descriptive de cette liste et la formulation liminaire générale (première phrase) permettent de prendre en considération d'autres éléments transfrontaliers qui pourraient surgir dans des situations particulières qui n'ont pas été identifiées (voir Doc. prél. No 2, p. 92).

En application de la formulation proposée, la Convention s'applique si le titulaire de compte, le créancier nanti / cessionnaire en pleine propriété ou l'intermédiaire pertinent sont dans des Etats différents. Lors de la réunion d'experts de janvier 2001, le consensus était que la Convention devrait également s'appliquer lorsque le titulaire de compte, le créancier nanti / cessionnaire en pleine propriété et l'intermédiaire pertinent sont tous situés dans le même Etat, mais l'émetteur des titres est dans un autre Etat (ou, dans le cas d'un portefeuille diversifié de titres émis dans plusieurs Etats, l'un des émetteurs au moins est dans un autre Etat). Si la Convention n'était pas applicable en pareil cas, il y aurait un risque d'application de la théorie dite de la « transparence » *("look-through" approach)*. La Convention devrait en tout état de cause

"perfection" means completion of the steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition;

"proprietary effects" means effects that are capable of affecting third parties;

"insolvency administrator" means a person or body, including one appointed on an interim basis, authorised in an insolvency proceeding to administer the reorganization or liquidation of the debtor's assets or affairs;

"insolvency proceeding" means a collective judicial or administrative proceeding, including an interim proceeding, in which the assets and affairs of the debtor are subject to control or supervision by a court or other competent authority for the purpose of reorganisation or liquidation.

The two last definitions are taken from Article 5, letters (e) and (f) of the UNCITRAL Draft Convention on assignment of receivables in international trade. Both these definitions include reorganisation procedures. They appear to be broad enough to cover different kinds of insolvency proceedings, irrespective of (i) the debtor, (ii) on which grounds the proceedings may be opened and (iii) whether the proceedings are voluntary or involuntary. There has not yet been discussion as to whether the definitions are indeed broad enough.

(2) References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include a disposition[, as well as a transfer by way of operation of law,] in favour of the account holder's intermediary.

The reference to a "transfer by way of operation of law" is intended to ensure that the Convention also applies to situations where national law provides by statute an intermediary with a lien over indirectly held securities that are held by the intermediary for the account holder, for example to secure the purchase price where it has not yet been paid by the account holder. One has to emphasise, however, that during the informal working process, some experts questioned such a rule, stressing that the conflict of laws principles applicable to transfers by operation of law might be different from those applicable to dispositions *inter partes*. As this is an issue that clearly needs further discussion, it has been placed in brackets.

(3) References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include a disposition of a securities account.

This provision merely intends to ensure that the Convention also applies if the investor provides the securities account rather than the securities or part of the securities credited to the account as collateral; similarly, the Convention also applies if the investor transfers the account rather than the securities or part of the securities credited to the account to another party.

(4) In this Convention, a person recorded on a securities account purely in an administrative capacity, for example as registrar for the issuer or as manager or agent for the account holder, shall not be considered an intermediary in relation to the holder of that account merely because that person also records in its own books details of the securities credited to that account.

This paragraph is intended to address a holding pattern which is particularly common in Nordic States. In these States, securities may be held either in an individual account in the name of the individual owner or under a conventional omnibus account structure. Where securities are held in an individual account at the CSD in the name of the account holder, the CSD also notes the identity of an "account manager" (typically a bank), which has been approved by the CSD, and which manages or administers the account on behalf of the account holder. Dispositions may only be made through the account manager. It seems clear that this structure should be treated as a direct holding pattern, since the account holder's account at the CSD constitutes the record of his title; this is the case even if the account manager also maintains parallel records on its own books of the interests of customers for whom it acts as account manager. It needs to be made clear that such parallel records are not "securities accounts" and, by the same token, that such account managers are not "intermediaries" for purposes of the Convention. In other words, the Convention is designed to apply where the intermediary acts as "principal" but not merely as "agent" fulfilling an administrative function on behalf of the account holder.

Article 3 Internationality (territorial scope of the Convention)

This Convention applies in all cases involving a choice between the laws of different States. It applies in particular if, in relation to securities held with an intermediary, any two of the following are located in different States:

(a) the relevant intermediary;

(b) the issuer of the securities;

(c) the account holder;

(d) a party to a disposition of the securities; and

(e) an intermediary through whom the relevant intermediary holds, directly or indirectly, the securities.

The proposed language in Article 3 combines the advantages of two distinct approaches: the specific list of relevant cross-border factors (sub-paragraphs (a) to (e)) provides certainty, while the illustrative nature of the list and the general introductory wording (first sentence) continue to allow for the possibility that other cross-border elements may arise in particular situations which have not been identified (see Prel. Doc. No 2, p. 93).

Under the proposed language, the Convention applies if any of the account holder, the pledge / outright transferee or the relevant intermediary are in different States. During the January 2001 experts meeting, there was consensus that the Convention should also apply in a case where the account holder, the pledge / outright transferee and the relevant intermediary are all located in the same State, but the issuer of the securities is foreign (or, in the case of a diversified portfolio of securities issued in a number of different jurisdictions, at least one of the issuers is foreign); if the Convention were not applicable in such a case, there would be a risk of applying the "look-through" approach. The Convention should in any event also apply

s'appliquer également si l'un des intermédiaires en amont, à travers lequel les titres sont détenus, est situé dans un autre Etat. Enfin, il convient de noter que l'expression « dans des Etats différents » utilisée dans le projet actuel couvre également le cas où le créancier nanti / cessionnaire en pleine propriété et l'intermédiaire pertinent sont dans des Etats membres d'une organisation d'intégration économique régionale différents. De toute évidence, la question suivante consiste alors à savoir comment traiter une divergence potentielle entre les règles de la présente Convention et d'éventuelles règles de conflit de lois adoptées par l'organisation d'intégration économique régionale. Cette question devra cependant être traitée dans les dispositions finales de la Convention.

Article 4 Détermination et portée de la loi applicable

(1) La loi régissant les droits sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire (la « loi applicable ») est la loi du lieu de situation de l'intermédiaire pertinent.

Il a été suggéré de reformuler le facteur de rattachement par référence directe au lieu de situation du compte de titres pertinent (voir les observations concernant l'art. 5), ce qui supprimerait la référence à l'intermédiaire pertinent. Bien que ceci soit possible en principe, la formulation actuelle ne semble pas donner lieu à une ambiguïté ou manque de précision et, étant donné que la référence au « lieu de situation de l'intermédiaire pertinent » est désormais couramment utilisée, il pourrait être avantageux – en termes de familiarité – de conserver la structure actuelle.

Il a également été proposé d'insérer une disposition particulière identifiant le *moment particulier à considérer* pour déterminer l'intermédiaire pertinent. Une large majorité d'experts a cependant jugé que la réponse à cette question était évidente et ne pourrait être que « au moment de la constitution de la sûreté ou de la vente » (l'art. 100, al. 1 de la loi suisse de droit international privé constitue un exemple de disposition expresse à cet égard). Etant donnée l'absence de difficulté réelle, la Convention ne comporte pas de règle explicite à cet égard. De plus, l'inclusion d'une règle spécifique pourrait créer des difficultés supplémentaires ; en cas de problème de *priorité*, par exemple, la Convention devrait décrire les deux moments (au moins) en concurrence pour trancher la question de la priorité.

(2) La loi applicable détermine :

(a) la nature juridique [qualification] des droits découlant de l'inscription de titres en compte ;

Pendant le processus informel, il a été proposé d'utiliser le terme de « qualification » dans la Convention pour exprimer l'idée que la loi applicable définirait la nature juridique du droit en cause. Le Bureau Permanent *recommande d'éviter l'utilisation du terme de « qualification »* dans un traité international. Cette expression est en effet utilisée de nombreuses manières différentes dans la doctrine du droit international privé et peut donc avoir des acceptions différentes. A la lumière de ces difficultés, le terme de « qualification » a été mis entre crochets et remplacé par celui de « nature juridique des droits », qui traduit exactement le sens de la disposition.

(b) la nature juridique [qualification] et les effets réels d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ; Voir les observations sous la lettre (a).

(c) les conditions d'opposabilité d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(d) si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire peut être primé par ou subordonné à un droit concurrent ;

La lettre (d) indique clairement que la loi applicable régit toutes les formes de litige entre ou parmi les revendications de droit réel portant sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Ceci comprendrait les conflits de priorité entre sûretés concurrentes. Ceci comprendrait également les questions dites de droits concurrents ou encore les droits des acquéreurs de bonne foi, telles que la question de savoir si le droit de propriété d'une personne détenant des titres auprès d'un intermédiaire est subordonné à ou peut être primé par l'affirmation qu'un autre demandeur est en fait le propriétaire réel des titres ou dispose d'une autre forme de droit quelconque à leur égard.

(e) les obligations d'un intermédiaire envers une personne qui revendique des droits concurrents sur des titres détenus auprès de cet intermédiaire ;

La lettre (e) prévoit que la loi applicable définit également les devoirs d'un intermédiaire envers une personne faisant valoir des droits concurrents. Le système de détention indirecte étant le mécanisme de règlement d'énormes volumes d'opérations sur titres, de nombreux systèmes de droit matériel sont conçus pour assurer que le système de règlement ne peut être perturbé par la présentation de réclamations par personne d'autre que la personne enregistrée dans les écritures de l'intermédiaire comme titulaire du compte. La lettre (e) a pour objet de préciser que les obligations d'un intermédiaire à ce titre sont régies exclusivement par le droit de l'Etat de l'intermédiaire.

(f) les formalités requises pour la réalisation d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire.

Article 5 Détermination du lieu de situation de l'intermédiaire pertinent

Il ne fait aucun doute que la détermination du lieu de situation de l'intermédiaire pertinent est la question-clé de la présente Convention (voir les observations dans le Doc. prél. No 1, p. 48, et le Doc. prél. No 2, p. 102-110). De même, il semble évident que la réussite de la Convention sera mesurée à l'aune du degré de certitude préalable (« *ex ante certainty* ») qu'elle fournira : avec quelle facilité et quelle rapidité les parties seront-elles en mesure de déterminer la loi applicable aux aspects de droits réels de leur opération ? Cette certitude préalable est essentielle pour répondre aux besoins des intervenants sur le marché, qui ont besoin de savoir quelle loi s'applique aux aspects de droits réels de l'opération et définit donc les conditions d'opposabilité à remplir. Du fait du processus de travail informel, *deux approches principales* ont été proposées pour traiter cette question-clé. En outre, chacune des deux approches comporte plusieurs options à considérer. Avant de passer à ces approches, il faut souligner que l'une des questions principales restant à résoudre est la mesure dans laquelle ces règles pourraient être applicables aux conventions de conservation déjà en application lors de l'entrée en vigueur de la Convention (voir les « observations supplémentaires » à la fin de cet article).

Projet annoté de juillet 2001

if any of the upstream intermediaries through whom the securities are held is located in another State. Finally, it should be noted that the expression "in different States" used in the present draft also covers situations where the pledge / outright transferee and the relevant intermediary are in different Member States of a Regional Economic Integration Organisation. Obviously, the next question then is how to address a potential disharmony between the rules embodied in this Convention and possible conflict of laws rules adopted by the Regional Economic Integration Organisation; this question, however, will need to be addressed in the final clauses of the Convention.

Article 4 Determination and scope of the applicable law

(1) The law governing rights in securities held with an intermediary (the "applicable law") is the law of the place of the relevant intermediary.

It has been suggested that the connecting factor should be reformulated as a direct reference to the place of the relevant securities account (see the comments relating to Art. 5), thereby removing the reference to the relevant intermediary. While this would be possible in principle, the current formulation does not seem to give rise to any ambiguity or lack of precision and, given that the reference to the "place of the relevant intermediary" is now widely used, there might be advantages in terms of familiarity in retaining the current structure.

It has also been suggested that there should be a specific provision identifying the *particular moment in time* that should be considered when determining the relevant intermediary. A large majority of experts, however, felt that the answer to this question was obvious and could only be "at the time of the pledge or outright sale transaction" (an example of an explicit rule on this issue is provided by Art. 100, para. 1 of the Swiss Private International Law Statute). Given the absence of any real difficulty, the Convention does not provide for an explicit rule on this issue. In addition, the insertion of a specific rule might trigger additional difficulties; in the case of a *priority* issue, for example, the Convention would have to describe the two (or more) conflicting moments to be considered in determining the issue of priority.

(2) The applicable law determines:

(a) the legal nature [characterisation] of the rights derived from the credit of securities to a securities account;

During the informal process, it was suggested that the word "characterisation" be used in the Convention to express the idea that the law applicable would determine the legal nature of the right at stake. The Permanent Bureau *counsels against using the word "characterisation"* in an international treaty. This expression is indeed used in many different ways in private international law doctrine and thus means different things to different people. In light of these difficulties, the word "characterisation" has been placed in brackets and replaced by the words "legal nature of the rights", which reflects accurately what is meant by the provision.

(b) the legal nature [characterisation] and proprietary effects of a disposition of securities held with an intermediary;

See the comments under sub-paragraph (a).

(c) the requirements for perfection of a disposition of securities held with an intermediary;

(d) whether a person's title to or interest in securities held with an intermediary is overridden by or subordinated to a competing title or interest;

Sub-paragraph (d) makes it clear that the applicable law governs all forms of dispute between or among claims of any property interest to securities held with an intermediary. This would include priority disputes among conflicting security interests. It would also include issues commonly described as adverse claim issues or issues of the rights of *bona fide* purchasers, such as whether the title or interest of a person who holds securities with an intermediary is subject to or may be defeated by an assertion that some other claimant is in fact the true owner of the securities or has some other form of claim to them.

(e) the duties of an intermediary to a person who asserts a competing claim to securities held with that intermediary; and

Sub-paragraph (e) provides that the applicable law also determines the duties of an intermediary to a person who asserts a competing claim. Because the indirect holding system is the mechanism for settlement of enormous volumes of securities trading, many systems of substantive law are designed to ensure that the settlement system cannot be disrupted by assertions of claims by persons other than the person recorded on the intermediary's records as the account holder. Sub-paragraph (e) is intended to make clear that an intermediary's obligations with respect to such issues are governed exclusively by the law of the intermediary's jurisdiction.

(f) the steps required for the realisation of a disposition of securities held with an intermediary.

Article 5 Determination of the place of the relevant intermediary

There is no doubt that the determination of the place of the relevant intermediary is the key issue of this Convention (see the comments in Prel. Doc. No 1, p. 49, and in Prel. Doc. No 2, pp. 103-111). Similarly, it seems obvious that the success of the Convention will be measured against the degree of *ex ante* certainty it will provide: how easily and readily will the parties be in a position to establish the law applicable to the proprietary aspects of their transaction? This *ex ante* certainty is essential to meet the needs of market participants, who need to know which law applies to the proprietary aspects of the transaction and hence determines the perfection requirements to be fulfilled. As a result of the informal working process, *two principal approaches* are suggested to tackle this key issue; in addition, each of the two approaches has several options to be considered. Before turning to these approaches, it has to be stressed that one of the major issues that remains to be solved is the extent to which these rules would possibly be applicable to custody agreements already in place at the time the Convention comes into effect (see the "additional remarks" at the end of this Article).

I. L'approche dite « du compte »

Lors de la réunion d'experts de janvier 2001, il semblait y avoir un consensus général entre les experts pour juger que l'approche la plus prometteuse pour la définition de règles sur la localisation de l'intermédiaire pertinent serait fondée sur le lieu de situation du *compte* auquel les titres sont portés. C'est en effet dans le *compte* que les droits du bénéficiaire de la sûreté ou du cessionnaire seront inscrits, et pourront donc être exécutés en définitive. Aussi, « l'approche du compte » est-elle apparue comme une forme simple mais légitime d'extension du principe de *lex rei sitae*.

(1) Le lieu de situation de l'intermédiaire pertinent est le lieu où le compte de titres auprès de cet intermédiaire est tenu.

Cependant, depuis la réunion d'experts de janvier 2001, il est devenu de plus en plus clair que l'identification d'un lieu géographique particulier pour un compte est une question difficile. Lors des débats les plus récents, trois suggestions principales ont été présentées.

(i) *Option A*

(2) Pour les besoins de la présente Convention, le compte de titres est tenu au lieu de l'établissement ou de la succursale convenu entre le titulaire du compte et l'intermédiaire, pour autant que la tenue du compte par l'intermédiaire y soit soumise à une surveillance réglementaire.

(ii) *Option B*

(2) Pour les besoins de la présente Convention, le compte de titres est tenu au lieu de l'établissement ou de la succursale convenu entre le titulaire du compte et l'intermédiaire, pour autant qu'il s'agisse d'un lieu où l'intermédiaire est soumis à une surveillance réglementaire.

Les options A et B sont toutes deux fondées sur l'idée dite de l'approche consensuelle, avec un « critère de connexité » pour vérifier la « réalité des faits » (voir Doc. prél. No 2, p. 102-108). Dans la mesure où les intermédiaires les plus importants commercialement sont des établissements financiers réglementés, les formes les plus prometteuses de critère de connexité semblent se concentrer sur la réglementation de l'activité de *tenue de comptes de titres*. Pour la réussite de cette approche, il importe que le critère de connexité fondé sur la surveillance réglementaire soit rédigé d'une manière conforme au modèle général de réglementation de nombreux systèmes de droit différents. Lors du processus de travail informel depuis la réunion d'experts de janvier 2001, il est apparu que des renseignements et analyses complémentaires au sujet du modèle réel de réglementation sont essentiels (à cet égard, un ensemble de questions particulières sera soumis ultérieurement aux intervenants sur le marché par le Bureau Permanent).

Afin de stimuler la recherche et la discussion de cette question, le projet de juillet comprend deux approches différentes du critère de connexité fondé sur la surveillance réglementaire. Dans l'option A, la désignation du lieu de situation d'un compte n'est effective que si la tenue du *compte* par l'intermédiaire est soumise à une surveillance réglementaire au lieu ainsi convenu. Il a été suggéré que dans certains pays au moins il existe des « règles de comptabilité des dépositaires » qui rempliraient cette condition. D'autres, cependant, ont suggéré que les structures réglementaires peuvent ne pas se concentrer sur la manière dont l'intermédiaire tient les comptes de titres mais sur les exigences qu'un intermédiaire doit remplir, telles que les conditions de solvabilité, pour exercer l'activité de tenue de comptes de titres. En conséquence, l'option B indique le critère de rattachement réglementaire en termes de réglementation de *l'intermédiaire*.

Il est à noter que dans l'un ou l'autre cas, il est nécessaire que l'intermédiaire ait effectivement un établissement ou succursale au lieu convenu. L'objet de l'approche consensuelle n'est pas de permettre aux parties de désigner un lieu entièrement arbitraire, mais de définir lequel des établissements ou succursales de l'intermédiaire doit être considéré comme teneur de compte.

(iii) *Option C*

(2) Une attestation émise par l'intermédiaire pertinent et désignant le lieu de tenue du compte fait foi de ce lieu[, pour autant que la tenue du compte par l'intermédiaire y soit soumise à une surveillance réglementaire (voir ci-dessus, Option A)] [, pour autant qu'il s'agisse d'un lieu où l'intermédiaire est soumis à une surveillance réglementaire (voir ci-dessus, Option B)].

Le concept général de l'option C a été brièvement débattu lors de la réunion d'experts de janvier 2001, mais l'approche n'a pas été largement débattue depuis. Elle figure dans ce projet pour stimuler la discussion d'alternatives possibles étant donnée la difficulté de la formulation d'un critère de connexité fondé sur la surveillance réglementaire entièrement satisfaisant. L'option C adopte une démarche différente et permet à l'intermédiaire pertinent de désigner unilatéralement le lieu de situation du compte. Cette démarche est fondée sur l'idée que les faits nécessaires à cette définition peuvent n'être connus que de l'intermédiaire qui tient le compte. Les tiers peuvent n'avoir aucun moyen de déterminer de manière autonome si le critère de connexité a été satisfait, même si les titres ont été transférés à un compte de nantissement spécial tenu par l'intermédiaire au bénéfice du créancier nanti. L'option C répond à cette préoccupation en accordant une protection complète aux tiers se fiant à une attestation par l'intermédiaire du lieu de situation du compte.

Les mots entre crochets limiteraient la liberté pour l'intermédiaire de désigner le lieu de situation du compte. De même que les options A et B, ils soumettraient la possibilité pour l'intermédiaire de désigner un lieu à certaines conditions pour vérifier la « réalité des faits ».

II. L'approche dite « de l'établissement ou de la succursale »

Un compte étant une relation juridique incorporelle, il ne peut avoir de lieu matériel de situation au sens strict. Quand on parle du lieu de situation d'un compte, on envisage normalement plutôt certaines activités réalisées par un intermédiaire en rapport avec la poursuite de la relation juridique d'un compte de titres. Bien que la formulation des règles de loi applicable en termes de lieu de situation d'un compte puisse fournir le moyen le plus simple de transition depuis les règles traditionnelles de *lex rei sitae* pour les simples titres représentés par des certificats détenus directement, il est possible que la conservation du concept de situation géographique d'un compte cause plus de difficultés qu'elle n'en résout.

I. "Account approach"

During the January 2001 experts meeting, there seemed to be a general consensus among the experts that the most promising approach to stating rules to determine the location of the relevant intermediary would be based on the place of the *account* to which the securities are credited. It is on the *account* that the collateral taker's or transferee's interest will be recorded and where this interest may therefore eventually be enforced. Against this background, the "account approach" appeared to be a simple but legitimate form of modern extension of the *lex rei sitae* principle.

(1) The place of the relevant intermediary is the place where the securities account with that intermediary is maintained.

Since the January 2001 experts meeting, however, it has become increasingly clear that identifying a particular geographic location for an account is a difficult matter. In the most recent discussions, three different suggestions were made.

(i) *Option A*

(2) For the purposes of this Convention, the securities account is maintained at the place of the office or branch of the relevant intermediary agreed between the account holder and the intermediary, provided that the intermediary's maintenance of the securities account is subject to regulatory supervision in the place so agreed.

(ii) *Option B*

(2) For the purposes of this Convention, the securities account is maintained at the place of the office or branch of the relevant intermediary agreed between the account holder and the intermediary, provided that it is a place where the intermediary is subject to regulatory supervision.

Both Options A and B are based on the general idea of using the *consensual approach*, with a "nexus test" as a "reality check" (see Prel. Doc. No 2, pp. 103-109). Inasmuch as most commercially important intermediaries are regulated financial institutions, the most promising forms of nexus test appear to focus on regulation of the business of *maintaining securities accounts*. For this approach to succeed, it is important that the regulatory nexus test be drafted in a fashion that is consistent with general patterns of regulation in many different legal systems. In the informal working process since the January 2001 experts meeting, it has become clear that more information and analysis of the actual patterns of regulation is essential (in this regard, a set of particular questions will be submitted by the Permanent Bureau to market participants at a later stage).

In order to stimulate research and discussion of this matter, the July draft includes two different approaches to the regulatory nexus test. Under Option A, the designation of an account location is effective only if the intermediary's maintenance of the *account* is subject to regulatory supervision in the place so agreed. It has been suggested that in at least some countries "custodial accounting rules" exist that would satisfy this requirement. Others, however, have suggested that regulatory structures may not focus on the manner in which the intermediary maintains securities accounts, but on the requirements that an intermediary must satisfy, such as capital requirements, in order to engage in the business of maintaining securities accounts. Accordingly, Option B states the regulatory nexus test in terms of regulation of the *intermediary*.

It should be noted that under either option, it is required that the intermediary actually has an office or branch in the agreed location. The purpose of the consensual approach is not to permit the parties to designate a wholly arbitrary location, but to determine which of the offices or branches of the intermediary should be treated as maintaining the account.

(iii) *Option C*

(2) A certificate issued by the relevant intermediary as to the place where the securities account is maintained is conclusive [, provided that the intermediary's maintenance of the securities account is subject to regulatory supervision in the place so designated (see *supra*, Option A)] [, provided that it is a place where the intermediary is subject to regulatory supervision (see *supra*, Option B)].

The general concept of Option C was briefly discussed at the January 2001 experts meeting, but the approach has not been the subject of much discussion since then. It is included in this draft to stimulate discussion of possible alternatives given the difficulty of drafting a completely satisfactory regulatory nexus test. Option C takes a different approach and allows the relevant intermediary to designate unilaterally the place of the account. This approach is based on the idea that the facts needed to make that determination may be knowable only to the intermediary that is maintaining the account. Third parties may have no way of independently determining whether the nexus test had been satisfied, even in cases in which the securities have been moved into a special pledge account that the intermediary maintains for the pledgee. Option C responds to this concern by giving complete protection to third parties who rely upon an intermediary's certification of the location of the account.

The words in brackets would limit the intermediary's freedom to designate the location of the account. Similarly to Options A and B, they would subject the intermediary's ability to designate a location to some "reality check" requirements.

II. "Branch / office approach"

Because an account is an intangible legal relationship, it cannot, literally, have a geographical location. Rather, in speaking of the location of an account, one typically has in mind particular activities that an intermediary carries out in connection with maintaining the legal relationship of a securities account. Although stating the rules on governing law in terms of location of an account may provide the easiest route of transition from traditional *lex rei sitae* rules for simple certificated securities held directly, it may be that retaining the concept of geographical location of an account causes more difficulties than it solves.

Tous les projets présentés depuis la réunion d'experts de janvier 2001 ont adopté la démarche consistant à déclarer, premièrement, que la loi applicable est la loi du lieu de situation de l'intermédiaire pertinent ; ensuite, que la loi du lieu de situation de l'intermédiaire pertinent est le lieu de situation du compte, et, enfin, à exprimer la règle opérative de situation du compte. Lors de la réunion du groupe de rédaction élargi en mai à Paris, il a été suggéré de supprimer la deuxième étape et de déclarer que la loi applicable est la loi du lieu de situation de l'intermédiaire pertinent, définie selon le critère approprié. Comme l'indiquent les dispositions ci-dessous, la mise en œuvre de cette démarche nécessiterait des changements de formulation très limités.

(1) Le lieu de situation de l'intermédiaire pertinent est le lieu de l'établissement ou de la succursale convenu entre le titulaire du compte et l'intermédiaire, pour autant

(i) ***Option A***

que la tenue du compte par l'intermédiaire y soit soumise à une surveillance réglementaire.

Ni l'approche du compte ni l'approche de l'établissement ou de la succursale n'excluent entièrement de la Convention les comptes tenus par des organismes *non réglementés* (car cela laisserait un vide indésirable), mais remet le sort de ces comptes (relativement rares) aux critères objectifs prévus à l'article 5, paragraphe 3.

(ii) ***Option B***

qu'il s'agisse d'un lieu où l'intermédiaire est soumis à une surveillance réglementaire.

(3) Si le lieu de situation de l'intermédiaire pertinent ne peut être déterminé selon le paragraphe 2 [paragraphe 1 si l'approche dite de l'établissement ou de la succursale était adoptée], les éléments qui peuvent être pris en considération pour déterminer ce lieu sont les suivants :

Il faut mentionner que le paragraphe 3 [ou 2 si l'approche dite de l'établissement ou de la succursale était adoptée] a pour objet de traiter un nombre de cas très réduit, car on peut supposer que la grande majorité des situations relèvera du paragraphe 2[1].

(a) le lieu de situation de l'établissement ou de la succursale où l'intermédiaire pertinent traite le compte de titres comme étant tenu à des fins réglementaires ou comptables ou pour les besoins d'information interne ou externe ;

(b) le lieu de situation de tout établissement ou succursale de l'intermédiaire avec lequel le teneur de compte fait affaire ;

(c) les termes de la convention de compte, du contrat de conservation ou de tout autre contrat portant sur le compte de titres entre l'intermédiaire pertinent et le titulaire de compte ;

(d) le contenu de relevés de compte ou d'autres rapports préparés par l'intermédiaire pertinent qui reflètent le solde des droits détenus par le titulaire de compte ; et

(e) l'Etat dont la loi régit la convention de compte de titres.

Il est approprié de noter que plusieurs experts ayant participé aux travaux informels menés depuis la réunion de janvier 2001 se sont opposés à l'inclusion de la lettre (e). Cette question nécessite un plus ample débat.

(4) Pour les besoins de l'application des dispositions de cet article, il ne sera pas tenu compte des facteurs suivants :

(a) le lieu de situation des certificats représentant ou matérialisant les titres ;

(b) le lieu de situation où est tenu par, ou pour le compte de l'émetteur des titres le registre des titulaires de ceux-ci ;

(c) le lieu de constitution de l'émetteur de titres, de son siège statutaire, de son administration centrale ou de son principal établissement ;

(d) le lieu de situation de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent ; ou

(e) le lieu de situation des installations de traitement de données et de comptabilité du compte de titres.

Il faut noter que le paragraphe 4 [ou 3 si l'approche dite de l'établissement ou de la succursale était adoptée] ne signifie pas que le lieu de situation de l'intermédiaire pertinent ne peut pas être un lieu particulier au seul motif que l'émetteur y est situé.

Observations supplémentaires sur la question des contrats de conservation ou conventions d'ouverture de compte existants

Ce projet de texte ne traite pas expressément de la question des contrats de conservation ou des conventions d'ouverture de compte *existants*, c'est-à-dire des contrats conclus *avant* l'entrée en vigueur de la Convention. Cette question étant très importante pour une large part du secteur financier, il semble important de stimuler la discussion de cette question, même si actuellement aucune proposition de disposition n'est formulée. Les observations ci-dessous ont pour seul objet de mettre la question en lumière et de susciter des réactions.

La démarche traduite par les dispositions ci-dessus de l'article 5 devrait atteindre l'objectif de certitude préalable pour les opérations futures. Cependant, pendant les travaux informels, il a été suggéré que dans certaines situations au moins, il pourrait être difficile de modifier les contrats existants et de les mettre en conformité avec les dispositions de la Convention. En d'autres termes, la *certitude produite par la Convention pourra ne pas être nécessairement rétroactive.*

Il a donc été suggéré d'envisager l'ajout de dispositions traitant de cette difficulté. Une possibilité serait d'adopter – pour les contrats existants – l'approche du « certificat faisant foi » proposée ci-dessus (voir *supra,* option C), même si cette approche n'était pas jugée généralement acceptable pour les contrats futurs (on peut supposer que la réserve de la « réalité des faits » figurant actuellement entre crochets dans l'option C devrait également être discutée dans le cadre des contrats existants). Une autre possibilité serait de prévoir qu'à l'effet de l'article 5, paragraphe 2, lorsqu'un contrat préexistant ne comporte pas de référence *explicite* au lieu de situation du compte, certaines *autres* stipulations peuvent être prises en compte pour définir ou indiquer le lieu convenu entre les parties. A titre d'illustration, l'affirmation selon laquelle l'intermédiaire agit par l'entremise d'une succursale particulière pourrait être considérée comme un accord, ou l'indication d'un accord, pour la localisation du compte auprès de cette succursale. Un autre exemple de « clause interprétative » de ce type serait d'indiquer qu'une clause d'élection de droit sera considérée comme un accord pour la localisation du compte dans l'Etat dont la loi est choisie.

On peut attendre des parties rédigeant des contrats après l'entrée en vigueur de la Convention qu'elles se confor-

Projet annoté de juillet 2001

All proposed drafts since the January 2001 experts meeting have taken the approach of stating: first, that the governing law is the law of the place of the relevant intermediary; then, secondly, that the law of the place of the relevant intermediary means the location of the account, and then, finally, the operative rule on location of the account. At the Paris meeting of the enlarged drafting group in May 2001, the suggestion emerged of dropping the second step and stating that the governing law is the law of the place of the relevant intermediary as determined by the appropriate test. As the following provisions indicate, very little change in drafting would be required to implement this approach.

(1) The place of the relevant intermediary is the place of the office or branch of the relevant intermediary agreed between the account holder and the intermediary, provided that

(i) ***Option A***

the intermediary's maintenance of the securities account is subject to regulatory supervision in the place so agreed.

Both the account approach and the branch / office approach do not exclude accounts maintained by *unregulated* entities from the Convention altogether (since this would leave an undesirable gap), but leave such accounts (which are relatively uncommon) to be governed by the balancing test in Article 5(3).

(ii) ***Option B***

it is a place where the intermediary is subject to regulatory supervision.

(3) If the place of the relevant intermediary cannot be determined under paragraph 2 [paragraph 1 if the branch / office approach were adopted], the factors that may be considered in determining that place include the following:

It has to be mentioned that paragraph 3 [or 2, if the "branch / office approach" were adopted] is intended to deal with a very small number of cases, as the bulk of the cases will presumably fall within the scope of paragraph 2 [1].

(a) the location of the office or branch where the relevant intermediary treats the securities account as being maintained for regulatory, accounting or internal or external reporting purposes;

(b) the location of any office or branch of the relevant intermediary with which the account holder deals;

(c) the terms of the custody agreement, account agreement or any other agreement relating to the securities account between the relevant intermediary and the account holder;

(d) the terms of account statements or other reports prepared by the relevant intermediary that reflect the balance of the account holder's interest in the securities account; and

(e) the State whose law governs the agreement establishing the securities account.

It is worth mentioning that a number of experts who participated in the informal working process subsequent to the January 2001 meeting objected to the inclusion of subparagraph (e). Further discussion is needed.

(4) In applying the provisions of this Article, no account shall be taken of the following factors:

(a) the places where certificates representing or evidencing securities are located;

(b) the places where any register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located;

(c) the place where the issuer of the securities is organised or incorporated or has its statutory seat, central administration, principal place of business or its registered office;

(d) the place where any intermediary other than the relevant intermediary is located; or

(e) the places where the technology supporting the bookkeeping or data processing for the securities account is located.

It should be noted that paragraph 4 [or 3, if the "branch / office approach" were adopted] does not mean that the place of relevant intermediary cannot be a particular place just because the issuer is located in that place.

Additional remarks on the issue of pre-existing account or custody agreements

This tentative text does not specifically address the issue of *pre-existing* documentation (account or custody agreements), *i.e.*, agreements concluded *before* the Convention's entering into force. As this is a very important question to a large segment of the industry, it seems important to promote discussion of this issue also, even if at this stage no draft provision is suggested. The following comments are merely designed to highlight the issue and to generate reactions.

The approach reflected in the above provisions of Article 5 should accomplish the objective of providing *ex ante* certainty for future transactions. However, during the informal working process, it has been suggested that, at least in some situations, it might be difficult to amend pre-existing agreements and to bring them in line with the provisions of the Convention. In other words, *the certainty provided by the Convention may not necessarily have a retroactive effect.*

It has therefore been suggested that consideration be given to adding provisions which would address this problem. One possibility could be to adopt – for *pre-existing* agreements – the "conclusive certificate" approach suggested above (see *supra*, Option C), even if that approach were not thought generally acceptable for *future* agreements (presumably, the "reality check" qualification presently appearing in brackets of Option C would also have to be addressed in the context of pre-existing agreements). Another possibility would be to provide that for the purposes of Article 5, paragraph 2, where a pre-existing agreement does not contain an *explicit* reference to the location of the account, certain *other* terms can be taken into account as determining or indicating the location agreed by the parties. By way of illustration, a statement that the intermediary is acting through a given branch could be treated as an agreement, or as an indication of an agreement, that the account is located at that branch; another example of such an "interpretative clause" could be to say that a choice of law clause shall be treated as an agreement that the account is located in the jurisdiction whose law is selected.

Parties drafting agreements *after* the entering into force of the Convention can be expected to comply with the require-

ment aux exigences de l'article 5 et indiquent expressément le lieu de situation du compte – c'est pourquoi la possibilité de la « clause interprétative » pourrait en effet être considérée comme limitée exclusivement aux *contrats préexistants*. Pendant les travaux informels, il a cependant été suggéré qu'une telle disposition serait également utile aux contrats nouveaux et devrait donc être d'application générale. En ce cas, cette clause interprétative devrait probablement être insérée entre la règle principale contenue à l'article 5, paragraphe 2, et le critère « de repli » figurant à l'article 5, paragraphe 3. Dans tous les cas, il devrait être clair que les dispositions « de repli » du paragraphe 3 seraient applicables lorsque le lieu de situation du compte n'est pas déterminé en application du paragraphe 2 et de toute « clause interprétative » supplémentaire. Enfin, si le second exemple d'une « clause interprétative » mentionné ci-dessus (clause d'élection de droit figurant dans le contrat) était en définitive adopté pour les nouveaux documents, sa relation avec la lettre (e) du paragraphe 3 existant devrait probablement être examinée.

Article 6 Insolvabilité

(1) L'ouverture d'une procédure d'insolvabilité n'affecte pas la validité d'un droit réel portant sur des titres intermédiés qui a été constitué et rendu opposable conformément au droit du lieu de situation de l'intermédiaire pertinent.

(2) Le présent article ne porte pas préjudice à l'application :

(a) de toute règle du droit de l'insolvabilité relative [au rang des catégories de créances ou] à la nullité d'une transaction faite au mépris des règles sur la période suspecte ou en fraude des droits des créanciers, ou

(b) des règles de procédures d'insolvabilité relatives à la mise en œuvre de droits sur un bien qui est sous le contrôle ou la supervision d'un administrateur de l'insolvabilité.

Cet article important n'a pas été discuté lors des travaux informels après la réunion d'experts de janvier 2001. Certaines délégations ont cependant souligné que cette disposition devrait être développée pour être mise en conformité avec le Règlement de l'Union européenne relatif à l'insolvabilité, qui est entré en vigueur le 31 mai 2001 (pour d'autres observations, voir Doc. prél. No 2, p. 112-116).

Article 7 Applicabilité générale de la Convention

La présente Convention est applicable même si la loi qu'elle désigne est celle d'un Etat non contractant.

Voir le Doc. prél. No 2, p. 116.

Article 8 Exclusion du renvoi

Au sens de la présente Convention, le terme « loi » désigne le droit en vigueur d'un Etat, à l'exclusion des règles de conflit de lois.

Voir le Doc. prél. No 2, p. 116.

Article 9 Ordre public et lois d'application immédiate

(1) L'application de la loi désignée par les dispositions de la présente Convention ne peut être écartée que si cette application est manifestement contraire à l'ordre public du for et porte sur des matières couvertes par la présente Convention.

La teneur de ce paragraphe reflète les discussions lors de la réunion d'experts de janvier 2001 et des travaux informels menés depuis. Le Bureau Permanent suggère de modifier cette disposition comme suit : « L'application de la loi désignée par les dispositions de la présente Convention ne peut être écartée que si elle conduit à un résultat manifestement contraire à l'ordre public du for. » Tout d'abord, la référence au « résultat » est censée clarifier que l'ordre public ne vise pas la norme étrangère considérée *in abstracto*, mais seulement le résultat concret auquel aboutirait son application *in casu* (voir par ex. l'art. 17 de la loi suisse de droit international privé de 1987, l'art. 3081 du Code civil du Québec de 1991, et l'art. 16 de la loi italienne de droit international privé de 1995). Ensuite, les termes « et porte sur des matières couvertes par la présente Convention » ont été supprimés, car ils n'apparaissent pas nécessaires. Il va en effet sans dire que la Convention peut uniquement désigner des règles qui portent sur la matière couverte par la Convention.

Voir aussi le Doc. prél. No 2, p. 116-120 (observations sur les art. 9 et 10 des précédents projets).

(2) La présente Convention ne porte pas atteinte aux dispositions de la loi du for dont l'application s'impose même aux situations internationales, quelle que soit la loi désignée par les règles de conflit de lois, autres que toutes dispositions imposant des conditions relatives à l'opposabilité ou se rapportant au rang.

Voir le Doc. prél. No 2, p. 116-120 (observations sur les art. 9 et 10 des précédents projets).

Article 10 Etats comprenant plusieurs systèmes de droit

I. *Option A*

(1) Un Etat dans lequel plusieurs unités territoriales ont leurs propres règles de droit ayant trait aux matières régies par la présente Convention, ne sera pas tenu d'appliquer celle-ci aux conflits de lois survenant uniquement entre ces unités territoriales.

(2) Au regard d'un Etat dans lequel deux ou plusieurs ensembles de règles ayant trait aux matières régies par la présente Convention s'appliquent dans des unités territoriales différentes, toute référence au lieu de situation de l'intermédiaire pertinent est considérée comme référence à l'unité territoriale de cet intermédiaire pertinent.

II. *Option B*

(1) Un Etat dans lequel des règles de droit substantiel ou de conflits de lois émises par l'Etat et deux ou plu-

ment of Article 5 and to expressly specify the location of the account – this is why the possibility of the "interpretative clause" might indeed be regarded as exclusively restricted to *pre-existing* agreements. During the informal working process, however, is has been suggested that such a provision could be beneficial for *new* agreements as well and that it should therefore apply generally. In such a case, this interpretative clause would presumably have to be inserted between the principal rule embodied in Article 5, paragraph 2, and the "fall-back" test contained in Article 5, paragraph 3. In all cases, it would need to be clear that the "fall-back" provisions of paragraph 3 would apply where the location of the account was not determined under paragraph 2 and any additional "interpretative clause". Finally, if the second example of an "interpretative clause" mentioned above (*i.e.*, a choice of law clause contained in the agreement) were eventually adopted for *new* documentation as well, its relationship with the existing paragraph 3, sub-paragraph (e), would presumably have to be examined.

Article 6 Insolvency

(1) The opening of an insolvency proceeding shall not affect the validity of proprietary rights in respect of indirectly held securities that have been constituted and perfected in accordance with the law of the place of the relevant intermediary.

(2) Nothing in this Article affects the application of:

(a) any rules of insolvency law relating to the [ranking of categories of claim or to the] avoidance of a transaction as a preference or a transfer in fraud of creditors; or

(b) any rules of insolvency procedure relating to the enforcement of rights to property which is under the control or supervision of an insolvency administrator.

This important Article has not been discussed in the informal working process after the January 2001 experts meeting. Some delegations, however, have stressed that this provision should be expanded so as to bring it in line with the EU Insolvency Regulation, which entered into force on 31 May 2001 (for further comments, see Prel. Doc. No 2, pp. 113-117).

Article 7 General applicability

This Convention applies whether or not the applicable law is that of a Contracting State.

See Prel. Doc. No 2, p. 117.

Article 8 Exclusion of choice of law rules (*renvoi*)

In this Convention, the term "law" means the law in force in a State other than its choice of law rules.

See Prel. Doc. No 2, p. 116.

Article 9 Public policy and internationally mandatory rules

(1) The application of the law designated by the provisions of this Convention may be refused only if its application would be manifestly contrary to the public policy of the forum in relation to matters dealt with in this Convention.

This language is the result of the discussions at the January 2001 experts meeting and the subsequent informal working process. The Permanent Bureau suggests to modify this provision as follows: "The application of the law designated by the provisions of this Convention may be refused only if the effects of its application would be manifestly contrary to the public policy of the forum." First, the reference to the "effects" intends to make clear that the public policy exception does not contemplate the foreign disposition theoretically, but rather the actual result to which its application would lead in the concrete case (see *e.g.*, Art. 17 of the Swiss Private International Law Statute of 1987, Art. 3081 of the Civil Code of Quebec of 1991, and Art. 16 of the Italian Private International Law Statute of 1995). Secondly, the expression "in relation to matters dealt with in this Convention" has been omitted, as it does not appear to be necessary. Indeed, it goes without saying that the Convention can only designate rules that are dealing with the topic covered by the Convention.

See also Prel. Doc. No 2, pp. 117-121 (comments on Art. 9 and 10 of previous drafts).

(2) This Convention does not prevent the application of those provisions of the law of the forum which, irrespective of rules of conflict of laws, must be applied even to international situations, other than any provision imposing requirements with respect to perfection or relating to priorities.

See Prel. Doc. No 2, pp. 117-121 (comments on Art. 9 and 10 of previous drafts).

Article 10 States with more than one legal system

I. *Option A*

(1) A State within which different territorial units have their own rules of law in respect of any matter dealt with in this Convention shall not be bound to apply this Convention to conflicts solely between the laws of such units.

(2) In relation to a State in which two or more sets of rules of law with regard to any matter dealt with in this Convention apply in different territorial units, any reference to the place of the relevant intermediary shall be construed as referring to the territorial unit of the relevant intermediary.

II. *Option B*

(1) A State within which the State and one or more of its territorial or other units have their own substantive

sieurs de ses unités territoriales ou autres unités s'appliquent aux matières régies par la présente Convention, peut faire une déclaration au dépositaire que la présente Convention ne s'applique pas aux conflits survenant uniquement entre les règles de l'Etat et ses unités.

(2) Lorsque, en application de la présente Convention, un tribunal d'un autre Etat détermine que le lieu de situation de l'intermédiaire pertinent est dans un Etat ayant fait une déclaration au sens du paragraphe précédent, le tribunal applique les règles en vigueur dans l'Etat ayant fait la déclaration pour déterminer quelles règles de l'Etat ou de l'une ou plusieurs de ses unités territoriales ou autres unités sont applicables.

(3) Lorsque un Etat n'a pas fait de déclaration au sens du paragraphe premier ou lorsqu'il n'existe pas de règles mentionnées au paragraphe 2, les règles de la présente Convention s'appliquent pour déterminer quelles règles de l'Etat ou de l'une ou plusieurs de ses unités territoriales ou autres unités sont applicables.

L'option A a été présentée lors de la réunion d'experts de janvier 2001 ; l'option B a été suggérée pendant les travaux informels ultérieurs. Les mérites des deux versions restent à examiner (voir également le Doc. prél. No 2, p. 120).

Article 11 Interprétation uniforme

Pour l'interprétation de la Convention, il sera tenu compte de son caractère international et de la nécessité de promouvoir l'uniformité de son application.

La question de l'interprétation uniforme reste à débattre. La disposition est proposée par le Bureau Permanent en vue d'engager la discussion. On peut également souhaiter ajouter des dispositions visant le fait que chaque Etat contractant devra, dans l'application et l'interprétation de la Convention, tenir compte de manière appropriée de la jurisprudence des autres Etats contractants. Un Etat contractant pourra également être invité à envoyer régulièrement au Bureau Permanent des copies de toute décision significative prise en application de la Convention et, le cas échéant, d'autres renseignements pertinents. Il est évident que ces questions nécessitent un plus ample débat.

Article 12 Examen du fonctionnement pratique de la Convention

Le Secrétaire général de la Conférence de La Haye de droit international privé convoque périodiquement une Commission spéciale afin d'examiner le fonctionnement pratique de la Convention.

Cette question reste à débattre. On pourra également souhaiter ajouter des dispositions visant le fait que la Commission spéciale pourra présenter des *recommandations* concernant l'application ou l'interprétation de la Convention, et *proposer des modifications ou* révisions de la Convention ou l'ajout de protocoles.

Article 13 Amendements à la Convention

A compléter (voir également les commentaires sous l'art. 12).

Article 14 Signature, Ratification, Acceptation, Approbation ou Adhésion

(1) La Convention est ouverte à la signature de tous les Etats [et des organisations régionales d'intégration économique].

(2) La Convention pourra donner lieu à la ratification, à l'acceptation, à l'approbation ou à l'adhésion des Etats [et organisations régionales d'intégration économique] signataires.

(3) Les instruments de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion seront déposés auprès du Ministère des Affaires Etrangères du Royaume des Pays-Bas, dépositaire de la Convention.

Ces questions restent à débattre dans le contexte de ce projet. Notamment, la référence aux organisations régionales d'intégration économique doit encore être débattue intégralement. Les dispositions sont proposées dans le seul but d'engager la discussion.

[Article 15 Organisations régionales

Aux fins de la présente Convention, une organisation d'intégration économique régionale désigne toute organisation constituée par des Etats souverains à laquelle ses Etats membres ont transféré certaines compétences dans des domaines régis par la présente Convention, y compris celle d'adhérer à des accords internationaux dans lesdits domaines.]

S'il est décidé d'inclure la référence aux organisations régionales d'intégration économique à l'article 14, une définition de ces organisations pourra être nécessaire. La définition proposée reste à débattre. De même que la disposition précédente, elle est suggérée ici dans le seul but d'aider au processus de consultation et d'engager la discussion.

Article 16 Unités territoriales

(1) Un Etat qui comprend deux ou plusieurs unités territoriales dans lesquelles des systèmes de droit différents s'appliquent aux matières régies par cette Convention pourra, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, déclarer que la présente Convention s'appliquera à toutes ses unités territoriales ou seulement à l'une ou à plusieurs d'entre elles, et pourra à tout moment modifier cette déclaration en faisant une nouvelle déclaration.

(2) Ces déclarations seront notifiées au dépositaire et indiqueront expressément les unités territoriales auxquelles la Convention s'applique.

rules of law or choice of law rules in respect of any matter dealt with in this Convention may make to the depositary a declaration that this Convention shall not apply to conflicts solely among the laws of such State and units.

(2) In applying this Convention, if a court in another State determines that the place of the relevant intermediary is in such a declaring State, the court shall apply the rules in force in the declaring State for determining which of the laws of the State and one or more of its territorial or other units is applicable.

(3) If a State has made no declaration under paragraph 1, or there are no rules referred to in paragraph 2, the rules of this Convention shall apply to determine which of the laws of the State and one or more of its territorial or other units is applicable.

Option A was submitted during the January 2001 experts meeting; Option B was suggested during the subsequent informal working process. The merits of each version have yet to be considered (see also Prel. Doc. No 2, p. 121).

Article 11 Uniform interpretation

In the interpretation of the Convention, regard is to be had to its international character and to the need to promote uniformity in its application.

The issue of uniform interpretation has not yet been discussed. The provision is suggested by the Permanent Bureau with a view to promote discussion. One may also wish to add provisions referring to the fact that each Contracting State shall, when applying and interpreting the Convention, take due account of the case law of other Contracting States; a Contracting State might also be invited to send to the Permanent Bureau at regular intervals copies of any significant decisions taken in applying the Convention and, as appropriate, other relevant information. Obviously, these questions need further discussion.

Article 12 Review of practical operation of the Convention

The Secretary General of the Hague Conference on Private International Law shall at regular intervals convene a Special Commission to review the practical operation of the Convention.

This issue has not yet been discussed. One may also wish to add provisions referring to the fact that the Special Commission may make *recommendations* on the application or interpretation of the Convention and may *propose modifications or revisions* of the Convention or the addition of protocols.

Article 13 Amendments to the Convention

To be completed (see also the comments under Art. 12).

Article 14 Signature, ratification, acceptance, approval or accession

(1) The Convention shall be open for signature by all States [and Regional Economic Integration Organisations].

(2) The Convention is subject to ratification, acceptance, approval or accession by the signatory States [and Regional Economic Integration Organisations].

(3) The instruments of ratification, acceptance, approval or accession shall be deposited with the Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of the Netherlands, Depositary of the Convention.

These questions have not yet been discussed in the context of this project. In particular, the reference to Regional Economic Integration Organisations awaits full discussion. The provisions are merely suggested with a view to promote discussion.

[Article 15 Regional organisations

For the purpose of this Convention, Regional Economic Integration Organisation means any organisation constituted by Sovereign States to which their Member States have transferred competence in respect of matters governed by this Convention, including the competence to enter into international agreements in respect of these matters.]

If it is decided to include the reference to Regional Economic Integration Organisations in Article 14, a definition of these organisations may be required. The suggested definition has not yet been discussed. Similarly to the previous provision, it is merely suggested here to assist in the consultation process and to promote discussion.

Article 16 Territorial units

(1) If a State has two or more territorial units in which different systems of law are applicable in relation to matters dealt with in this Convention, it may at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession declare that the Convention shall extend to all its territorial units or only to one or more of them and may modify this declaration by submitting another declaration at any time.

(2) Any such declaration shall be notified to the depositary and shall state expressly the territorial units to which the Convention applies.

(3) Si un Etat ne fait pas de déclaration en vertu du présent article, la Convention s'appliquera à l'ensemble du territoire de cet Etat.

La formulation de l'article 16 devra être alignée sur la formulation définitive de l'article 10.

Article 17 Entrée en vigueur

(1) La Convention entrera en vigueur le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après le dépôt du troisième instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion prévu par l'article 14.

(2) Par la suite, la Convention entrera en vigueur pour chaque Etat [et organisation régionale d'intégration économique] ratifiant, acceptant, approuvant ou adhérant postérieurement, le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après le dépôt de son instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion.

Article 18 Dénonciation

(1) Tout Etat [ou organisation régionale d'intégration économique] partie à la Convention pourra dénoncer celle-ci par une notification adressée par écrit au dépositaire.

(2) La dénonciation prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après la date de réception de la notification par le dépositaire. Lorsqu'une période plus longue pour la prise d'effet de la dénonciation est spécifiée dans la notification, la dénonciation prendra effet à l'expiration de la période en question après la date de réception de la notification.

Article 19 Notifications par le dépositaire

A compléter.

[Autres clauses finales]

A compléter.

(3) If a State makes no declaration under this Article, the Convention is to extend to all territorial units of that State.

The language of Article 16 will have to be aligned with the final wording of Article 10.

Article 17 Entry into force

(1) The Convention shall enter into force on the first day of the month following the expiration of three months after the deposit of the third instrument of ratification, acceptance, approval or accession referred to in Article 14.

(2) Thereafter the Convention shall enter into force for each State subsequently ratifying, accepting, approving or acceding to it, on the first day of the month following the expiration of three months after the deposit of its instrument of ratification, acceptance, approval or accession.

Article 18 Denunciation

(1) A State [or Regional Economic Integration Organisation] Party to this Convention may denounce it by a notification in writing addressed to the Depositary.

(2) The denunciation takes effect on the first day of the month following the expiration of three months after the notification is received by the Depositary. Where a longer period for the denunciation to take effect is specified in the notification, the denunciation takes effect upon the expiration of such longer period after the notification is received by the Depositary.

Article 19 Notifications by the Depositary

To be completed.

[Other final clauses]

To be completed.

Mémorandum concernant les clauses fédérales avec de nouvelles propositions de dispositions pour une future Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

PRÉPARÉ PAR LE BUREAU PERMANENT[1]

Document préliminaire No 4 de novembre 2001

INTRODUCTION

1. Au cours des trente dernières années, des dispositions particulières ont été incluses dans les instruments de la HCCH, d'UNIDROIT, de la CNUDCI et plus récemment de l'OACI pour traiter de la situation où un Etat contractant n'a pas, en matière de droit privé, un système unifié, c'est-à-dire, lorsqu'un Etat est composé d'une ou plusieurs unités – généralement désignées « unités territoriales » dans les traités internationaux – dans lesquelles s'appliquent des systèmes de droit différents. Ceci comprend notamment des situations où l'Etat et une ou plusieurs de ses unités territoriales ont leurs propres règles de droit matériel ou de conflit de lois, ou lorsqu'un Etat a un ou plusieurs systèmes juridiques applicables à des catégories de personnes différentes. L'existence de systèmes non unifiés donne lieu à un certain nombre de problèmes en rapport avec la préparation de conventions en matière de droit privé. Le présent mémorandum a pour objet d'identifier les questions particulières ayant trait aux systèmes non unifiés susceptibles de survenir dans le contexte du projet HCCH actuel sur les titres intermédiés et d'indiquer des solutions possibles à inclure dans la future Convention sur les titres. Une attention particulière sera portée aux questions concernant la situation où un Etat est composé de plusieurs unités territoriales dans lesquelles s'appliquent des systèmes de droit différents. Ces questions particulières sont couramment désignées sous l'intitulé « clauses fédérales » (bien que des dispositions concernant les conflits interpersonnels soient également parfois désignées clauses fédérales, il peut être plus approprié de les faire figurer dans un chapitre distinct).

2. En ce qui concerne les instruments de la HCCH, les clauses fédérales ont évolué d'une convention à l'autre, et leur rédaction a été adaptée à l'objet de chaque instrument. Dans le passé plus récent de la HCCH, des comités *ad hoc* ont été mis en place, souvent au cours de la Session diplomatique finale et parfois déjà lors des Commissions spéciales préparatoires, en vue d'examiner les problèmes posés par des systèmes non unifiés dans le cadre de la discussion en cours. Le Bureau Permanent propose de maintenir cette pratique pour le projet sur les titres. Cependant, afin d'adapter la pratique aux particularités de ce projet (et notamment au fait que la Convention est en cours de négociation dans le cadre d'une procédure accélérée), il est proposé d'engager un processus de large consultation sur les clauses fédérales avant la réunion de la Commission spéciale prévue pour janvier 2002. L'objet de cette consultation serait d'examiner plus avant les questions soulevées par le présent mémorandum et d'examiner l'ensemble de dispositions qu'il propose. Les dispositions convenues en définitive à l'issue de cette consultation devraient être soumises au préalable à tous les experts assistant à la réunion de la Commission spéciale en janvier 2002.

3. Le présent mémorandum distingue deux types de clause fédérale :

- o clauses fédérales d'extension (I) et
- o clauses fédérales d'interprétation (II).

I. *Clauses fédérales d'extension*

4. Les clauses fédérales d'extension ont pour objet de résoudre les problèmes susceptibles de se poser du fait de la répartition des pouvoirs législatifs entre plusieurs unités territoriales d'un Etat. Dans certains Etats fédéraux, tels que, par exemple, le Canada, le pouvoir de conclure des traités incombe au gouvernement fédéral, alors que la compétence en matière de mise en oeuvre du traité peut être partagée, conformément à la répartition des pouvoirs législatifs entre les gouvernements provinciaux et fédéral. Sans une clause fédérale d'extension acceptable, de tels Etats fédéraux risquent de ne pas pouvoir conclure des conventions internationales sans l'appui de toutes leurs unités territoriales. Au mieux, cela pourra donner lieu à des retards excessifs dans la mise en œuvre, et au pire, empêchera entièrement un Etat fédéral de devenir Partie à la Convention. En revanche, une clause fédérale d'extension bien formulée permet au gouvernement national de ces Etats de ratifier une convention de droit international privé pour une ou plusieurs de leurs unités territoriales, et de modifier de temps à autre la déclaration, à mesure que d'autres unités territoriales souhaitent être incluses dans le champ d'application de la convention.

5. Une telle clause sera couramment rédigée de la manière suivante[2] :

« 1) Un Etat qui comprend deux ou plusieurs unités territoriales dans lesquelles des systèmes de droit différents s'appliquent aux matières régies par la présente Convention pourra, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, déclarer que la Convention s'appliquera à toutes ses unités territoriales ou seulement à l'une ou à plusieurs d'entre elles, et pourra à tout moment modifier cette déclaration en faisant une nouvelle déclaration.

2) Ces déclarations seront notifiées au dépositaire et indiqueront expressément les unités territoriales auxquelles la Convention s'applique.

3) Si un Etat ne fait pas de déclaration en vertu du présent article, la Convention s'appliquera à l'ensemble du territoire de cet Etat. »

6. Si donc, par exemple, le Gouvernement du Canada adhère à une convention et déclare que la convention s'étendra aux provinces A, B et C, les obligations juridiques internationales s'imposent au Canada en tant qu'Etat souverain et sont limitées aux trois provinces visées par la déclaration. Ceci est parfaitement conforme à l'article 29 de la Convention de

[1] Ce document renvoie à la numérotation du « projet annoté de juillet 2001 ». Les dispositions proposées dans ce mémorandum ont été insérées aux articles 9 et 10 du « projet de novembre 2001 ».

[2] Voir en particulier l'art. 55 de la *Convention du 13 janvier 2000 sur la protection internationale des adultes*, et l'art. 59 de *la Convention du 19 octobre 1996 concernant la compétence, la loi applicable, la reconnaissance, l'exécution et la coopération en matière de responsabilité parentale et de mesures de protection des enfants; voir aussi* l'art. 24 de la *Convention interaméricaine de 1994 sur la loi applicable aux contrats internationaux* ; l'art. 18, para. 1, 2 et 4 de la *Convention d'UNIDROIT [Ottawa] du 28 mai 1988 sur le crédit-bail international* ; l'art. 14 para. 1, 2 et 4 de la *Convention d'UNIDROIT [Rome] du 24 juin 1995 sur les biens culturels volés ou illicitement exportés* ; l'art. 93, para. 1, 2 et 4 de la *Convention des Nations Unies [Vienne] du 11 avril 1980 sur les contrats de vente internationale de marchandises* ; l'art. 56, para. 1 et 2 de la *Convention de Montréal du 28 mai 1999 pour l'unification de certaines règles relatives au transport aérien international).*

Memorandum on Federal Clauses with new drafting proposals for a future Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary

PREPARED BY THE PERMANENT BUREAU[1]

Preliminary Document No 4 of November 2001

INTRODUCTION

1. For the last thirty years, specific clauses have been included in HCCH, UNIDROIT, UNCITRAL and, more recently, ICAO instruments to address the situation where a Contracting State does not have, with respect to private law, a unified system, *i.e.*, where a State has two or more constituent units – usually referred to as "territorial units" in international treaties – in which different systems of law apply. This includes in particular situations where the State and one or more of its territorial units have their own substantive rules of law or conflict of laws rules, or where a State has two or more legal systems applicable to different categories of persons. The existence of non-unified systems cause a number of problems in connection with the preparation of conventions on private law. This memorandum intends to identify the specific issues relating to non-unified systems that may arise in the context of the current HCCH project on indirectly held securities and to indicate possible solutions to be included in the future securities Convention. Particular attention will be given to issues relating to the situation where a State is composed of several territorial units in which different systems of law apply. These specific issues are commonly referred to under the heading "federal clauses" (although provisions relating to inter-personal conflicts are sometimes also referred to as federal clauses, it may be more appropriate to place these rules under a separate heading).

2. As for HCCH instruments, the federal clauses have evolved from convention to convention, and their drafting adapted to the purposes of each instrument. In the more recent past of the HCCH *ad hoc* committees have been set up, frequently during the final Diplomatic Session and occasionally already during the preparatory Special Commissions, with a view to examine the problems posed by non-unified systems in the context of the discussion in progress. The Permanent Bureau suggests maintaining this practice for the securities project. However, in order to adapt the practice to the characteristics of this project (and in particular to the fact that the Convention is being negotiated on the basis of a fast-track procedure), it is suggested to start a broad consultation process on federal clauses *prior* to the Special Commission meeting scheduled to take place in January 2002. The purpose of this consultation should be to further examine the issues raised in this memorandum and to examine the set of provisions suggested therein. The provisions eventually agreed upon as a result of this consultation should be submitted in advance to all the experts attending the Special Commission meeting in January 2002.

3. This Memorandum distinguishes between two types of Federal State clauses:

- o Federal State extension clauses (I); and
- o Federal State interpretation clauses (II).

I. *Federal State extension clauses*

4. Federal State extension clauses are designed to solve the problems that can arise because of the distribution of legislative power amongst several territorial units of a State. In some federal States like, for example, Canada, the treaty-making power rests with the federal government, while the treaty-implementing power may be shared, as per the legislative powers between the provincial and federal governments. Without an acceptable federal State extension clause, such federal States may be powerless to enter into international conventions without the support of all their territorial units. At best, this may result in inordinate delay in implementation and, at worst, will entirely prevent a federal State from becoming a Party to the Convention. On the other hand, a well-formulated federal State extension clause allows the national government of these States to ratify a private international law convention with respect to one or more of its territorial units and to alter the declaration from time to time as more of its units desire to be brought within the scope of the convention.

5. Typically, such a clause would read as follows:[2]

"1) If a State has two or more territorial units in which different systems of law are applicable in relation to matters dealt with in this Convention, it may at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession declare that the Convention shall extend to all its territorial units or only to one or more of them and may modify this declaration by submitting another declaration at any time.

2) Any such declaration shall be notified to the depositary and shall state expressly the territorial units to which the Convention applies.

3) If a State makes no declaration under this Article, the Convention is to extend to all territorial units of that State."

6. Hence, if for example the Government of Canada becomes a Party to a Convention and declares that the Convention shall extend to provinces "A", "B" and "C", the international legal obligations fall on Canada as a sovereign State and are limited to the three provinces covered by the declaration. This is perfectly consistent with Article 29 of the Vienna Convention of 1969 on the Law of

[1] This document refers to the numbering of the "annotated July 2001 draft". The provisions suggested in this Memorandum have been inserted in Articles 9 and 10 of the "November 2001 draft".

[2] See in particular Art. 55 of the *Convention of 13 January 2000 on the International Protection of Adults*, and Art. 59 of the *Convention of 19 October 1996 on Jurisdiction, Applicable Law, Recognition, Enforcement and Co-operation in Respect of Parental Responsibility and Measures for the Protection of Children*; see also Art. 24 of the *Inter-American Convention of 1994 on the Law Applicable to International Contracts*; Art. 18, para. 1, 2 and 4 of the *UNIDROIT [Ottawa] Convention of 28 May 1988 on International Financial Leasing*; Art. 14, para. 1, 2 and 4 of the *UNIDROIT [Rome] Convention of 24 June 1995 on Stolen or Illegally Exported Cultural Objects*; Art. 93, para. 1, 2 and 4 of the *United Nations [Vienna] Convention of 11 April 1980 on Contracts for the International Sale of Goods*; Art. 56, para. 1 and 2 of the *Montreal Convention of 28 May 1999 for the Unification of Certain Rules for International Carriage by Air*.

Vienne de 1969 sur le droit des traités, rédigé comme suit : « A moins qu'une intention différente ne ressorte du traité ou ne soit par ailleurs établie, un traité lie chacune des parties à l'égard de l'ensemble de son territoire ».

Il ne fait aucun doute qu'une clause traitant de l'extension de la Convention à des Etats ayant réparti leurs pouvoirs législatifs entre plusieurs unités territoriales doit figurer dans la future Convention de la Haye sur les titres intermédiés. En fait, le texte cité ci-dessus figure déjà en article 16 du projet annoté de juillet 2001. Il est possible que l'article 16 requière des modifications mineures afin de répondre à l'évolution des préoccupations des Etats dotés d'une structure fédérale. Il pourra également être utile de discuter de la possibilité de renuméroter la disposition (c'est-à-dire de l'insérer ailleurs dans le texte).

7. Plusieurs Conventions visées en note 2 comportent une règle explicite, indiquant que si, en application de la déclaration d'un Etat, la Convention s'étend à certaines mais non à la totalité des unités territoriales de cet Etat, et si un facteur de rattachement pertinent de la Convention désigne cet Etat, ce lieu est considéré comme n'étant pas situé dans un Etat contractant, à moins qu'il ne soit situé dans une unité territoriale à laquelle la Convention s'applique[3].

Une règle de ce type ne semble pas nécessaire pour la future Convention de La Haye sur les titres intermédiés, cette Convention devant probablement être d'application générale, et donc s'appliquer que le droit applicable soit ou non celui d'un Etat Contractant[4].

II. *Clauses fédérales d'interprétation*

8. Ces clauses sont de nature interprétative ou définitionnelle, et essentielles à une bonne compréhension de la manière dont la convention va s'appliquer dans le contexte d'un Etat fédéral. Ces clauses interprètent ou définissent des termes, ou détaillent certaines dispositions. Deux sous-catégories de ces clauses au moins doivent être distinguées :

A. *Clauses concernant l'application (la non-application) d'une convention aux conflits internes*

9. Un Etat contractant dans lequel s'appliquent des systèmes juridiques différents pour des questions couvertes par une Convention particulière peut certes, s'il le souhaite, appliquer les règles de cette Convention pour régler les conflits internes entre ces différents systèmes juridiques. La plupart des traités internationaux comportent une règle selon laquelle un Etat ayant des systèmes juridiques différents n'est en aucune manière tenu de le faire. De nombreuses Conventions de La Haye[5] et autres Conventions internationales[6] comportent en effet une règle selon le modèle suivant :

« Un Etat contractant dans lequel des systèmes de droit ou des ensembles de règles différents s'appliquent en matière de [objet de la Convention] n'est pas tenu d'appliquer les règles de la Convention aux conflits concernant uniquement ces différents systèmes ou ensembles de règles. »

10. Une clause semblable figure en option A de l'article 10, alinéa 1, du « projet annoté de juillet 2001 » pour la future Convention de La Haye sur les titres intermédiés (voir également l'Option B de l'article 10, alinéa 1, qui est cependant fondée sur le mécanisme d'une déclaration).

Bien qu'il y ait de bonnes raisons pour faire figurer de telles dispositions dans d'autres traités, il n'est probablement pas nécessaire d'inclure une disposition semblable dans la future Convention de La Haye sur les titres intermédiés : l'article 3 du projet annoté de juillet 2001 prévoyant que la Convention ne s'applique que « dans les situations internationales » (voir l'intitulé de l'article 3, et la première phrase : « La présente Convention s'applique dans toutes les situations comportant un conflit entre les lois de différents Etats. »), il est clair qu'elle ne s'applique pas aux conflits internes. Il en résulte que l'insertion de la formulation citée ci-dessus dans la future Convention serait superflue. En outre, on sait que la portée territoriale de la Convention est définie de manière assez large à l'article 3, car une situation internationale se présentera (également) si l'un des intermédiaires en amont par l'intermédiaire duquel les titres sont détenus est situé dans un Etat différent de celui du titulaire de compte, nanti / cessionnaire, intermédiaire teneur de compte ou émetteur des titres[7]. *Il reste donc peu de champ pour la survenance d'une situation purement interne, pour laquelle la rédaction citée serait pertinente. Cependant, si les Etats membres de la Conférence de La Haye (et notamment les Etats dans lesquels s'appliquent des systèmes juridiques différents, mais n'ayant pas de disposition interne de conflit de lois) souhaitent adopter une démarche différente pour traiter la question des situations purement internes, une clause semblable à celle citée ci-dessus pourrait facilement être retenue. Comme pour la Convention sur les titres en général, l'objet principal d'une quelconque disposition particulière sur les conflits internes doit être l'élimination de toute incertitude et l'amélioration de la certitude* ex ante.

B. *Clauses sur le droit applicable en particulier*

11. Les traités internationaux comportent souvent des règles particulières sur la manière d'appliquer l'instrument à l'égard d'un Etat composé de plusieurs unités constitutives (unités territoriales ou autres unités administratives ou niveaux de gouvernement) dans et entre lesquels des systèmes juridiques ou ensembles de règles de droit différents s'appliquent.

12. En ce qui concerne les Conventions de La Haye récentes, il apparaît que diverses méthodes ont été utilisées pour déterminer le droit de l'unité territoriale qui est applicable, lorsque la règle de conflit de la convention désigne le droit d'un Etat disposant de différents systèmes juridiques. Certaines Conventions *désignent directement l'unité territoriale* dont la loi sera applicable[8] ; d'autres adoptent une démarche en deux

[3] Voir par ex. l'art. 18, para. 3 de la *Convention d'UNIDROIT [Ottawa] du 28 mai 1988 sur le crédit-bail international* ; l'art. 93, para. 1, 2 et 4 de la *Convention des Nations Unies [Vienne] du 11 avril 1980 sur les contrats de vente internationale de marchandises.*

[4] Voir le « Rapport sur la réunion du Groupe de travail d'experts (15 au 19 janvier 2001) et les travaux informels menés par le Bureau Permanent sur la loi applicable aux dispositions de titres détenus auprès d'un intermédiaire », établi par le Bureau Permanent, Document préliminaire No 13 de juin 2001 à l'intention de la Dix-neuvième Session (ci-après : Rapport sur la réunion du Groupe de travail d'experts (15 au 19 janvier 2001)) ; l'art. 7 de la « Proposition de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable aux droits réels portant sur des titres intermédiés », établie par le Bureau Permanent (projet annoté de juillet 2001) ; ces deux documents sont disponibles sur le site de la Conférence de La Haye de droit international privé (< www.hcch.net >), sous les rubriques « Travaux en cours » et « Titres intermédiés ».

[5] Voir en particulier l'art. 20 de la *Convention du 14 mars 1978 sur la loi applicable aux contrats d'intermédiaires et à la représentation* ; l'art. 18 de la *Convention du 14 mars 1978 sur la loi applicable aux régimes matrimoniaux* ; l'art. 20 de la *Convention du 22 décembre 1986 sur la loi applicable aux contrats de vente internationale de marchandises* ; l'art. 33 de la *Convention du 25 octobre 1980 sur les aspects civils de l'enlèvement international d'enfants* ; l'art. 21 de la *Convention du premier août 1989 sur la loi applicable aux successions à cause de mort* ; l'art. 38 de la *Convention du 29 mai 1993 sur la protection des enfants et la coopération en matière d'adoption internationale* ; l'art. 46 de la *Convention du 19 octobre 1996 concernant la compétence, la loi applicable, la reconnaissance, l'exécution et la coopération en matière de responsabilité parentale et de mesures de protection des enfants* ; l'art. 44 de la *Convention du 13 janvier 2000 sur la protection internationale des adultes.*

[6] Voir en particulier l'art. 19, para. 2, de la *Convention de Rome de 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles* (Rome I), et l'art. 24 de la *Convention interaméricaine de 1994 sur la loi applicable aux contrats internationaux.*

[7] Voir les remarques sous l'art. 3 du projet annoté de juillet 2001.

[8] Voir l'art. 19 de la *Convention du 14 mars 1978 sur la loi applicable aux contrats d'intermédiaires et à la représentation* ; l'art. 17 de la *Convention du*

Treaties, which reads as follows: "Unless a different intention appears from the treaty or is otherwise established, a treaty is binding upon each party in respect of its entire territory."

There is no doubt that a clause dealing with the extension of the Convention into States that have distributed their legislative power amongst several territorial units has to appear in the future Hague Convention on indirectly held securities. As a matter of fact, the text quoted above already appears in Art. 16 of the annotated July 2001 draft. It may be that Art. 16 will require minor alterations to address changing concerns among States with a federal structure. It may also be worthwhile to discuss the possibility of renumbering the provision (i.e., to insert it at a different place).

7. Several Conventions mentioned in footnote 2 contain an explicit rule, indicating that if, pursuant to a State's declaration, the Convention extends to some but not to all of the territorial units of that State, and if a relevant connecting factor of the Convention points to that State, this place is considered not to be in a Contracting State, unless it is in a territorial unit to which the Convention extends.[3]

A similar rule does not seem necessary in the future Hague Convention on indirectly held securities, as this Convention is most likely to be of general applicability and hence will apply whether or not the applicable law is that of a Contracting State.[4]

II. *Federal State interpretation clauses*

8. These clauses are interpretative or definitional in nature and essential to a clear understanding of the manner in which the convention will apply with respect to a federal State. These clauses interpret or define terms or further refine certain provisions. At least two sub-categories of these clauses need to be distinguished:

A. *Clauses on (non-)application of a convention to internal conflicts*

9. It is true that a Contracting State in which different systems of law apply in matters covered by a specific convention may, if it wishes to, apply that convention's rules to resolve internal conflicts among these different systems of law. Most international treaties contain a rule that a State with different systems of laws is in no way bound to do so. Numerous Hague Conventions[5] and other international treaties[6] indeed contain a rule along the following lines:

"A Contracting State in which different systems of law or sets of rules of law apply to the [subject matter of the Convention] shall not be bound to apply the rules of the Convention to conflicts solely between such different systems or sets of rules of law."

10. A similar clause appears in Option A of Art. 10, para. 1, of the "annotated July 2001 draft" for the future Hague Convention on indirectly held securities (see also Option B of Art. 10, para. 1, which is however based on the mechanism of a declaration).

Although there are good reasons for including such provisions in other treaties, it is most likely not necessary to include a similar provision in the future Hague Convention on indirectly held securities: Since Article 3 of the annotated July 2001 draft lays down that the Convention only applies 'in international situations' (see the heading of Art. 3, and the opening sentence: "This Convention applies in all cases involving a choice between the laws of different States"), it is clear that it does not apply to internal conflicts. Hence, inserting the language quoted above into the future Convention would be redundant. Furthermore, one may recall that the territorial scope of the Convention is defined in a rather broad way in Art. 3, as an international situation will (also) be given if any of the upstream intermediaries through which the securities are held is located in a different State than the account holder, pledge / outright transferee, the relevant intermediary or the issuer of the securities.[7] *Hence, there remains little room for a purely domestic situation to arise, for which the language quoted would be relevant. However, should the Member States of the Hague Conference (in particular those States in which different systems of law apply, but where there is no internal conflict of laws provision) wish to take a different approach in addressing the issue of purely domestic situations, a clause similar to the one quoted above could easily be retained. As for the Securities Convention in general, the principal goal of any specific provision on internal conflicts has to be the avoidance of any doubt and the enhancement of* ex ante *certainty.*

B. *Clauses on the applicable law in particular*

11. International treaties instruments often contain specific rules on how to apply the instrument in respect of a State comprising several constituent units (territorial or other governmental units or levels of government) within and among which different systems of law or sets of rules of law apply.

12. With regard to recent Hague Conventions, it appears that different methods have been used to determine the law of the territorial unit which is applicable, where the conflicts rule of the Convention designates the law of a State with different systems of law: Certain conventions *directly designate the territorial unit*, the law of which will be applicable;[8] others adopt a two-stage approach and

[3] See *e.g.*, Art. 18, para. 3 of the *UNIDROIT [Ottawa] Convention of 28 May 1988 on International Financial Leasing;* Art. 93, para. 1, 2 and 4 of the *United Nations [Vienna] Convention of 11 April 1980 on Contracts for the International Sale of Goods.*

[4] See "Report on the Meeting of the Working Group of Experts (15 to 19 January 2001) and Related Informal Work Conducted by the Permanent Bureau on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held with an Intermediary", prepared by the Permanent Bureau, Prel. Doc. No 13 of June 2001 for the attention of the Nineteenth Session (hereinafter: Report on the Meeting of the Working Group of Experts (15 to 19 January 2001)) ; Art. 7 of the "Tentative Text on Key Provisions for a Future Convention on the Law Applicable to Proprietary Rights in Indirectly Held Securities", submitted by the Permanent Bureau (annotated July 2001 draft) ; both these documents are available on the website of the Hague Conference on Private International Law (< www.hcch.net >), under the heading "Work in Progress", sub-heading "Indirectly held securities".

[5] See in particular Art. 20 of the *Convention of 14 March 1978 on the Law Applicable to Agency*; Art. 18 of the *Convention of 14 March 1978 on the Law Applicable to Matrimonial Property Regimes*; Art. 20 of the *Convention of 22 December 1986 on the Law Applicable to Contracts for the International Sale of Goods*; Art. 33 of the *Convention of 25 October 1980 on the Civil Aspects of International Child Abduction*; Art. 21 of the *Convention of 1 August 1989 on the Law Applicable to Succession to the Estates of Deceased Persons*; Art. 38 of the *Convention of 29 May 1993 on Protection of Children and Co-operation in Respect of Intercountry Adoption*; Art. 46 of the *Convention of 19 October 1996 on Jurisdiction, Applicable Law, Recognition, Enforcement and Co-operation in respect of Parental Responsibility and Measures for the Protection of Children;* Art. 44 of the *Convention of 13 January 2000 on the International Protection of Adults.*

[6] See in particular Art. 19, para. 2, of the *Rome Convention of 1980 on the Law Applicable to Contractual Obligations* (Rome I), and Art. 24 of the *Inter-American Convention of 1994 on the Law Applicable to International Contracts.*

[7] See the comments under Art. 3 of the *annotated July 2001 draft.*

[8] See Art. 19 of the *Convention of 14 March 1978 on the Law Applicable to Agency*; Art. 17 of the *Convention of 14 March 1978 on the Law Applicable*

temps et font d'abord *référence aux règles* de conflit *internes* de l'Etat concerné, et, à défaut de telles règles, soit à la loi de l'unité territoriale avec laquelle la situation présente les liens les plus étroits[9], soit à la loi de l'unité territoriale directement déterminée par la Convention[10].

Ce paysage disparate tend à révéler que la solution qui sera entérinée en définitive dans une Convention dépend dans une large mesure de son objet et des préférences des Etats membres. Etant donnée la logique de l'Option B de l'article 10 figurant au projet annoté de juillet 2001, un système consistant à viser les règles internes de conflit de lois d'un Etat est plus susceptible de donner lieu à un consensus qu'un autre désignant directement une unité territoriale. Dans ce cadre, on peut proposer la formulation suivante[11]*:*

« Lorsque, en application de l'article 5, le lieu de l'intermédiaire pertinent est situé dans un Etat qui comprend deux ou plusieurs unités territoriales, dont chacune a son propre système de droit ou un ensemble de règles ayant trait aux questions régies par la présente Convention, les règles suivantes s'appliquent :

a) en présence de règles en vigueur dans cet Etat identifiant les lois ou l'ensemble de règles de droit applicable, ces lois ou l'ensemble de règles de droit sont applicables ;

b) en l'absence de telles règles, toute référence dans la présente Convention au lieu de l'intermédiaire pertinent dans un tel Etat sera interprétée comme visant le lieu dans une unité territoriale. »[12]

13. La référence en lettre a) aux règles « identifiant les lois ou l'ensemble de règles de droit applicable » a pour but de prendre en compte, par exemple, la situation des Etats fédéraux dans lesquels, selon les titres en jeu, les règles applicables en définitive pourraient relever soit du droit fédéral soit du droit de l'unité territoriale. A l'égard de ces Etats, une référence explicite en lettre a) au droit d'une « unité territoriale » ne serait pas appropriée, car cela pourrait être interprété comme une exclusion des règles *fédérales* applicables dans l'unité territoriale.

14. Sous l'empire de la règle proposée, la situation suivante pourrait soulever des questions : supposons que les parties conviennent de situer le compte « dans l'Etat [fédéral] X », que cet Etat fédéral X *n'ait pas de disposition de conflit de lois interne,* que l'intermédiaire ait des *bureaux dans plusieurs unités territoriales* de l'Etat X et que la condition de surveillance réglementaire visée en article 5 du projet annoté de juillet soit remplie par des *autorités ou règles fédérales exclusivement.* En pareil cas, la lettre b) s'appliquerait, mais ne serait d'aucune utilité car l'intermédiaire a des bureaux dans plusieurs unités territoriales. On pourrait donc souhaiter ajouter des termes à la disposition proposée précédemment, indiquant que dans une situation telle que celle susvisée, un tribunal devrait se référer à la liste d'éléments objectifs de repli énumérée à l'article 5, alinéa 3 pour déterminer lequel des divers bureaux de l'intermédiaire doit être considéré comme teneur de compte. En revanche, on peut également conclure que cette situation est si peu probable qu'une formulation explicite dans la Convention n'est pas nécessaire, et que des explications appropriées dans le Rapport explicatif seraient suffisantes. Le même Rapport devrait en tout état de cause souligner que des parties convenant de la localisation dans un Etat fédéral devraient toujours préciser l'unité territoriale particulière qu'elles ont à l'esprit.

15. Enfin, la formulation proposée semble également apporter une solution simple pour les Etats qui, lors de la ratification, trouveraient avantage à remplacer leurs règles internes définissant lequel des droits de leurs unités territoriales est applicable. Ces Etats pourraient simplement supprimer les règles existantes de leur réglementation et utiliser les règles de la Convention selon la lettre b) de la formulation proposée.

16. Dans certains Etats fédéraux, une question particulière peut se poser lorsqu'il y a à la fois des lois et règlements nationaux ou fédéraux d'une part (fondés sur le pouvoir législatif fédéral ou central) et des lois et règlements adoptés par et applicables dans et entre diverses unités constitutives d'autre part (fondés sur le pouvoir législatif d'unités territoriales individuelles). Selon toute probabilité, cependant, un tel Etat aura un ensemble de règles identifiant quel droit ou règle est applicable (c'est-à-dire droit fédéral exclusivement, règles d'une unité territoriale exclusivement, ou une combinaison des deux). En d'autres termes, la situation relèverait probablement de la lettre a).

17. Certaines Conventions de La Haye comportent des *règles d'interprétation plus développées* pour traiter de la question abordée en lettre b) dans la disposition proposée ci-dessus (c'est-à-dire lorsque le droit de l'Etat désigné par la Convention ne prévoit pas de règles de conflit de lois interterritorial). En outre, il semblerait que plus l'objet de la convention est large, plus ce type de règle d'interprétation fédérale doive être détaillé. Un bon exemple de règle (complexe) de ce type est fourni par l'article 45 *de la Convention de La Haye du 13 janvier 2000 sur la protection internationale des adultes,* dont la formulation est la suivante :

« Au regard d'un Etat dans lequel deux ou plusieurs systèmes de droit ou ensembles de règles ayant trait aux questions régies par la présente Convention s'appliquent dans des unités territoriales différentes :

a) toute référence à la résidence habituelle dans cet Etat vise la résidence habituelle dans une unité territoriale ;

[. . .]

c) toute référence à la situation des biens de l'adulte dans cet Etat vise la situation des biens de l'adulte dans une unité territoriale ;

[. . .]

f) toute référence à la loi d'un Etat avec lequel la situation présente un lien étroit vise la loi d'une unité territoriale avec laquelle la situation présente un lien étroit ;

g) toute référence à la loi, à la procédure ou à l'autorité de l'Etat où une mesure a été prise vise la loi ou la procédure en vigueur dans cette unité territoriale ou l'autorité de l'unité territoriale dans laquelle cette mesure a été prise ;

---

14 mars 1978 sur la loi applicable aux régimes matrimoniaux : l'art. 18 de la *Convention du 14 mars 1978 sur la célébration et la reconnaissance de la validité des mariages* ; l'art. 19 de la *Convention du 22 décembre 1986 sur la loi applicable aux contrats de vente internationale de marchandises* ; l'art. 31 de la *Convention du 25 octobre 1980 sur les aspects civils de l'enlèvement international d'enfants* ; l'art. 23 de la *Convention du premier juillet 1985 relative à la loi applicable au trust et à sa reconnaissance* ; l'art. 36 de la *Convention du 29 mai 1993 sur la protection des enfants et la coopération en matière d'adoption internationale.*

[9] Voir l'art. 16 de la *Convention du 2 octobre 1973 sur la loi applicable aux obligations alimentaires* ; l'art. 49 de la *Convention du 19 octobre 1996 concernant la compétence, la loi applicable, la reconnaissance, l'exécution et la coopération en matière de responsabilité parentale et de mesures de protection des enfants.*

[10] Voir l'art. 16 de la *Convention du 14 mars 1978 sur la loi applicable aux régimes matrimoniaux* ; l'art. 19, para. 2, de la *Convention du premier août 1989 sur la loi applicable aux successions à cause de mort* ; l'art. 46 de la *Convention du 13 janvier 2000 sur la protection internationale des adultes.*

[11] Voir l'art. 49 de la *Convention du 19 octobre 1996 concernant la compétence, la loi applicable, la reconnaissance, l'exécution et la coopération en matière de responsabilité parentale et de mesures de protection des enfants,* et l'art. 46 de la *Convention du 13 janvier 2000 sur la protection internationale des adultes.*

[12] En vue d'aligner cette disposition sur la nouvelle rédaction de l'art. 4 du « projet de novembre 2001 », il est suggéré de modifier la lettre b) comme suit : « en l'absence de telles règles, toute référence dans la présente Convention au lieu de l'établissement ou de la succursale de l'intermédiaire pertinent qui tient le compte de titres sera interprétée comme visant le lieu dans une unité territoriale. »

Mémorandum concernant les clauses fédérales

first *refer to the internal conflicts rules* of the State concerned, and, in the absence of such rules, either to the law of the territorial unit with which the situation has the *closest connection*,[9] or to the law of a territorial unit *directly determined* by the Convention.[10]

This disparate picture tends to reveal that the solution eventually embodied in a Convention largely depends on the subject matter and on the preferences of the Member States. Given the rationale of Option B of Art. 10 contained in the annotated July 2001 draft, a system of referring to a State's internal conflicts rules may more likely generate consensus than one that directly designates a territorial unit. Against this background, one may suggest the following language:[11]

"Where, under Article 5, the place of the relevant intermediary is located in a State which comprises two or more territorial units each of which has its own system of law or set of rules of law in respect of matters covered by this Convention, the following rules apply –

a) if there are rules in force in such a State identifying which law or set of rules of law is applicable, that law or set of rules of law applies;

b) in the absence of such rules, any reference in this Convention to the place of the relevant intermediary in such a State shall be construed as referring to the place in a territorial unit."[12]

13. The reference in letter a) to rules "identifying which law or set of rules of law is applicable" is designed to take into account, for example, the situation of federal States, where, depending on the securities at stake, the rules eventually applicable might be either federal law *or* the territorial unit's law. With regard to such States, an explicit reference in letter a) to the law of "a territorial unit" would not be appropriate, as this might be construed as excluding the *federal* rules applicable in the territorial unit.

14. Under the suggested rule, the following fact pattern may raise some concerns: let us assume that the parties have agreed to locate the account in "the [federal] State X", that this federal State X has *no internal conflict of laws provision*, that the intermediary has *offices in several territorial units* of this State X and that the *regulatory supervision* requirement mentioned in Article 5 of the annotated July draft is exercised *by federal authorities or rules only*. In such a situation, letter b) would apply, but would be of no help as the intermediary has offices in several territorial units. One might therefore wish to add language to the provision suggested before, indicating that in a situation like the one referred to above, a judge would have to refer to the list of objective fall-back elements enumerated in Article 5, paragraph 3 to determine which of the several offices of the intermediary is to be regarded as relevant. On the other hand, one might also reach the conclusion that this fact pattern is so unlikely that explicit language in the Convention is not necessary and that appropriate explanations in the Explanatory Report would suffice. The same Report should in any case underline that parties agreeing upon a location in a federal State should always refer to the specific territorial unit they have in mind.

15. Finally, the suggested language seems also to provide a straightforward solution to States which, upon ratification, would find it useful to replace their internal rules on which of their territorial unit's law applies. These States could simply remove the existing rules from their legislation and use the Convention rules according to letter b) of the suggested language.

16. In some federal States, a special issue may arise where there are federal or national laws and regulations on the one hand (based on federal or central legislative power), *and* laws and rules adopted by and applicable within and among various constituent units on the other hand (based on legislative power of individual territorial units). Such a State, however, is most likely to have a set of rules identifying which law or rule is applicable (*i.e.*, exclusively federal rules, exclusively rules of a territorial unit, or a mix of both). In other words, this situation would presumably fall under letter a).

17. Some of the Hague Conventions contain *more elaborate interpretation rules* in order to address the issue dealt with under letter b) in the provision suggested above (*i.e.*, where the law of the State designated by the convention does not provide for rules on interterritorial conflicts). Furthermore, it would appear that the broader the subject matter of the convention is, the more detailed this type of federal interpretation rule has to be. A good example of such a (complex) rule is provided by Art. 45 of the *Hague Convention of 13 January 2000 on the International Protection of Adults*, which reads as follows:

"In relation to a State in which two or more systems of law or sets of rules of law with regard to any matter dealt with in this Convention apply in different territorial units –

a) any reference to habitual residence in that State shall be construed as referring to habitual residence in a territorial unit;

[. . .]

c) any reference to the location of property [. . .] in that State shall be construed as referring to location of property [. . .] in a territorial unit;

[. . .]

f) any reference to the law of a State with which the situation has a substantial connection shall be construed as referring to the law of a territorial unit with which the situation has a substantial connection;

g) any reference to the law or procedure or authority of the State in which a measure has been taken shall be construed as referring to the law or procedure in force in such territorial unit or authority of the territorial unit in which such measure was taken;

to Matrimonial Property Regimes; Art. 18 of the *Convention of 14 March 1978 on Celebration and Recognition of the Validity of Marriages*; Art. 19 of the *Convention of 22 December 1986 on the Law Applicable to Contracts for the International Sale of Goods*; Art. 31 of the *Convention of 25 October 1980 on the Civil Aspects of International Child Abduction*; Art. 23 of the *Convention of 1 July 1985 on the Law Applicable to Trusts and on their Recognition*; Art. 36 of the *Convention of 29 May 1993 on Protection of Children and Co-operation in Respect of Intercountry Adoption*.

[9] See Art. 16 of the *Convention of 2 October 1973 on the Law Applicable to Maintenance Obligations*; Art. 49 of the *Convention of 19 October 1996 on Jurisdiction, Applicable Law, Recognition, Enforcement and Co-operation in respect of Parental Responsibility and Measures for the Protection of Children*.

[10] See Art. 16 of the *Convention of 14 March 1978 on the Law Applicable to Matrimonial Property Regimes*; Art. 19, para. 2, of the *Convention of 1 August 1989 on the Law Applicable to Succession to the Estates of Deceased Persons*; Art. 46 of the *Convention of 13 January 2000 on the International Protection of Adults*.

[11] See Art. 49 of the *Convention of 19 October 1996 on Jurisdiction, Applicable Law, Recognition, Enforcement and Co-operation in respect of Parental Responsibility and Measures for the Protection of Children*, and Art. 46 of the *Convention of 13 January 2000 on the International Protection of Adults*.

[12] In order to align this provision with the new text of Art. 4 contained in the "November 2001 draft", the following amendment to sub-paragraph b) is suggested: "in the absence of such rules, any reference in this Convention to the place of the relevant intermediary's office or branch which maintains the securities account shall be construed as referring to the place in a territorial unit."

h) toute référence à la loi, à la procédure ou à l'autorité de l'Etat requis vise la loi ou la procédure en vigueur dans cette unité territoriale ou l'autorité de l'unité territoriale dans laquelle la reconnaissance ou l'exécution est invoquée ;

i) [. . .] »

18. En général, les Conventions de la HCCH sont conçues de façon à situer les éléments de rattachement dans l'espace favorisés par la Convention dans l'unité territoriale de cet Etat[13]. Ceci explique probablement pourquoi l'article 10, alinéa 2 de l'Option A du projet annoté de juillet 2001 comporte une règle semblable (bien que plus courte).

Le seul facteur de rattachement utilisé dans la future Convention de La Haye sur les titres intermédiés étant le lieu de l'intermédiaire teneur de compte, la règle figurant en lettre b) de la disposition citée ci-dessus semble suffisante. En particulier, il ne semble pas nécessaire de rédiger des règles semblables pour expliquer le lieu de « la localisation du bureau ou succursale où l'intermédiaire teneur de compte traite le compte de titres » à l'égard d'un Etat fédéral (voir p. ex. article 5, alinéa 3, paragraphe a ; voir également le paragraphe b de la même disposition). Ces dispositions ne comportent pas de « facteurs de rattachement » au sens propre, mais énumèrent plutôt divers éléments destinés à aider à la définition du lieu de l'intermédiaire teneur de compte (c'est-à-dire le facteur effectif de rattachement). Ces éléments peuvent être considérés comme visant un Etat ou une unité territoriale d'un Etat fédéral. Cependant, c'est uniquement pour la désignation ultime du droit du lieu de l'intermédiaire teneur de compte que la future Convention nécessite une « clause fédérale » indiquant si la référence vise l'Etat ou l'une de ses unités territoriales.

C. *Règles sur les conflits interpersonnels*

19. Enfin, dans un but d'exhaustivité, on doit également mentionner qu'il existe des Etats connaissant des conflits interpersonnels, c'est-à-dire des Etats appliquant des systèmes juridiques ou ensembles de règles différents à des catégories de personnes différentes (voir paragraphe 1). Toutes les Conventions de La Haye traitant d'une question de droit applicable, lorsque les règles de conflit qu'elles exposent désignent un Etat de ce type, s'inclinent devant les règles de conflit internes de cet Etat. Certaines Conventions ne vont pas plus loin, sans fournir de solution pour les cas où l'Etat concerné ne dispose pas des règles internes de conflit nécessaires pour trancher la question[14]. D'autres comblent ce manque et visent, en l'absence de telles règles, la loi du lien le plus étroit[15].

Etant donné l'objet de la future Convention de la Haye sur les titres intermédiés, il ne semble pas nécessaire d'inclure une clause particulière sur les conflits interpersonnels.

En résumé, en ce qui concerne la future Convention de La Haye sur les titres intermédiés, le Bureau Permanent propose les clauses fédérales suivantes pour plus ample examen (ces dispositions ont pour objet de remplacer les deux Options de l'article 10 figurant dans le « projet annoté de juillet 2001 » ; en outre, en vue de restructurer les dispositions traitant de la question des Etats fédéraux, l'article 16 du projet annoté de juillet 2001 deviendrait un nouvel article 10)[16] :

Article 10

1) Un Etat qui comprend deux ou plusieurs unités territoriales dans lesquelles des systèmes de droit différents s'appliquent aux matières régies par la présente Convention pourra, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, déclarer que la Convention s'appliquera à toutes ses unités territoriales ou seulement à l'une ou à plusieurs d'entre elles, et pourra à tout moment modifier cette déclaration en faisant une nouvelle déclaration.

2) Ces déclarations seront notifiées au dépositaire et indiqueront expressément les unités territoriales auxquelles la Convention s'applique.

3) Si un Etat ne fait pas de déclaration en vertu du présent article, la Convention s'appliquera à l'ensemble du territoire de cet Etat.

Article 10 bis

Lorsque, en application de l'article 5, le lieu de l'intermédiaire pertinent est situé dans un Etat qui comprend deux ou plusieurs unités territoriales, dont chacune a son propre système de droit ou un ensemble de règles ayant trait aux questions régies par la présente Convention, les règles suivantes s'appliquent :

a) en présence de règles en vigueur dans cet Etat identifiant les lois ou l'ensemble de règles de droit applicable, ces lois ou l'ensemble de règles de droit sont applicables ;

b) en l'absence de telles règles, toute référence dans la présente Convention au lieu de l'établissement ou de la succursale de l'intermédiaire pertinent qui tient le compte de titres sera interprétée comme visant le lieu dans une unité territoriale.

[13] Voir par exemple l'art. 31 de la *Convention du 25 octobre 1980 sur les aspects civils de l'enlèvement international d'enfants* ; l'art. 36 de la *Convention du 29 mai 1993 sur la protection des enfants et la coopération en matière d'adoption internationale* ; l'art. 45 de la *Convention du 13 janvier 2000 sur la protection internationale des adultes*. Voir aussi la lettre b) de la disposition suggérée ci-dessus.

[14] Voir l'art. 20 de la *Convention du 14 mars 1978 sur la célébration et la reconnaissance de la validité des mariages* ; l'art. 32 de la *Convention du 25 octobre 1980 sur les aspects civils de l'enlèvement international d'enfants* ; l'art. 37 de la *Convention du 29 mai 1993 sur la protection des enfants et la coopération en matière d'adoption internationale*.

[15] Voir l'art. 16 de la *Convention du 2 octobre 1973 sur la loi applicable aux obligations alimentaires* ; l'art. 20 de la *Convention du premier août 1989 sur la loi applicable aux successions à cause de mort* ; comparer l'art. 19 de la *Convention du 14 mars 1978 sur la loi applicable aux régimes matrimoniaux*.

[16] Les dispositions proposées ont été insérées aux articles 9 et 10 du « projet de novembre 2001 ».

h) any reference to the law or procedure or authority of the requested State shall be construed as referring to the law or procedure in force in such territorial unit or authority of the territorial unit in which recognition or enforcement is sought;

i) [. . .]."

18. In general, HCCH Conventions are designed so as to localise spatial connecting elements favoured by the Convention in the territorial unit of that State.[13] This is probably why Article 10, paragraph 2, of Option A in the annotated July 2001 draft contains a similar (although shorter) rule.

As the only connecting factor used in the future Hague Convention on indirectly held securities is the place of the relevant intermediary, the rule contained in letter b) of the provision quoted above seems to be sufficient. In particular, it does not appear necessary to draft similar rules to explain where "the location of the office or branch where the relevant intermediary treats the securities account" is with respect to a federal State (see e.g., Art. 5, para. 3, sub-para. a; see also sub-para. b of the same provision). These rules do not contain "connecting factors" in the true sense, but rather enumerate various elements which are designed to assist in determining the place of the relevant intermediary (i.e., the actual connecting factor). These elements may be regarded as referring to a State or a territorial unit of a federal State. However, it is only for the ultimate designation of the law of the place of the relevant intermediary that the future Convention needs a "federal clause" that indicates whether the reference designates the State or one of its territorial units.

C. *Rules on interpersonal conflicts*

19. Finally, for the sake of comprehensiveness, one must also mention that there are States which have interpersonal conflicts, that is to say, States which apply separate systems of law or sets of rules to different categories of persons (see para. 1). All the Hague Conventions dealing with an applicable law issue, where the conflicts rules that they set out designate a State of this type, defer to the internal conflicts rules of this State. Certain conventions stop there, without providing a solution for cases in which the State concerned is lacking the internal conflict rules needed to make a determination.[14] Others fill in this gap and refer, in the absence of such rules, to the law of the closest connection.[15]

Given the subject matter of the future Hague Convention on indirectly held securities, it does not seem necessary to include a specific clause on inter-personal conflicts.

In summary, regarding the future Hague Convention on indirectly held securities, the Permanent Bureau suggests the following federal State clauses for further examination (these provisions are intended to replace both Options of Art. 10 included in the annotated July 2001 draft; furthermore, in an effort to restructure the provisions dealing with the federal State issue Art. 16 of the annotated July draft would become a new Art. 10):[16]

Article 10

1) If a State has two or more territorial units in which different systems of law are applicable in relation to matters dealt with in this Convention, it may at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession declare that the Convention shall extend to all its territorial units or only to one or more of them and may modify this declaration by submitting another declaration at any time.

2) Any such declaration shall be notified to the depositary and shall state expressly the territorial units to which the Convention applies.

3) If a State makes no declaration under this Article, the Convention is to extend to all territorial units of that State.

Article 10 bis

Where, under Article 5, the place of the relevant intermediary is located in a State which comprises two or more territorial units each of which has its own system of law or set of rules of law in respect of matters covered by this Convention, the following rules apply –

a) if there are rules in force in such a State identifying which law or set of rules of law is applicable, that law or set of rules of law applies;

b) in the absence of such rules, any reference in this Convention to the place of the relevant intermediary's office or branch which maintains the securities account shall be construed as referring to the place in a territorial unit.

[13] For example, see Art. 31 of the *Convention of 25 October 1980 on the Civil Aspects of International Child Abduction*; Art. 36 of the *Convention of 29 May 1993 on Protection of Children and Co-operation in Respect of Intercountry Adoption*; Art. 45 of the *Convention of 13 January 2000 on the International Protection of Adults*. See also letter b) of the provision suggested above.

[14] See Art. 20 of the *Convention of 14 March 1978 on Celebration and Recognition of the Validity of Marriages*; Art. 32 of the *Convention of 25 October 1980 on the Civil Aspects of International Child Abduction*; Art. 37 of the *Convention of 29 May 1993 on Protection of Children and Co-operation in Respect of Intercountry Adoption*.

[15] See Art. 16 of the *Convention of 2 October 1973 on the Law Applicable to Maintenance Obligations*; Art. 20 of the *Convention of 1 August 1989 on the Law Applicable to Succession to the Estates of Deceased Persons*; compare Art. 19 of the *Convention of 14 March 1978 on the Law Applicable to Matrimonial Property Regimes*.

[16] The provisions suggested have been inserted in Articles 9 and 10 of the "November 2001 draft".

Commentaires* reçus sur le « projet annoté de juillet 2001 » (Doc. prél. No 3)

Comments* received on the "annotated July 2001 draft" (Prel. Doc. No 3)

PRÉPARÉ PAR LE BUREAU PERMANENT

PREPARED BY THE PERMANENT BUREAU

Document préliminaire No 5 de novembre 2001

Preliminary Document No 5 of November 2001

Afin d'éviter tout contresens sur les observations soumises, le Bureau Permanent a reproduit (dans la mesure du possible) ces observations dans leurs langues et présentation originales.

In order to avoid any misrepresentation of the comments submitted, the Permanent Bureau has reproduced (as far as possible) these comments in their original form and language.

* * *

In general

Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen / Denmark; Spain: The European Community has passed the *Insolvency Regulation*, the *Settlement Finality Directive* and the Directives on *reorganisation* and *winding up* of credit institutions and insurance undertakings. Further, the *Collateral Directive* is likely to be passed this year or next year. Some of the rules in this European Community legislation may conflict – or at least potentially be interpreted differently – than the rules in the Hague Convention. Perhaps, it is about time to discuss how this problem should be overcome.

Switzerland: The Swiss consultation proceedings have shown unflagging support for the proposed Convention as a means to achieve consistency and predictability in an area of law that is currently plagued by considerable uncertainty. We also continue to stress the importance of keeping this project on the fast track so that we can benefit as soon as possible from the clarification that it is likely to bring about. Following are some of the suggestions that we consider particularly important from a Swiss perspective.

Bundesverband deutscher Banken: We fully support the Hague Conference on Private International Law's proposal to draw up a private international law convention on proprietary rights in indirectly held securities. The present situation, which focuses on where the securities are physically situated, often makes it very difficult to ascertain with certainty the law governing the disposition of a particular security. This applies especially to the issue of using securities held abroad as collateral. An international convention could make it easier to determine the law governing the disposition of securities located abroad and thus also increase the acceptance of such securities as collateral. In the revised draft of July 2001, several points are formulated more clearly than in the previous version.

ISDA: The current draft of the Convention and the commentary leave a number of issues to be considered further. Where it has not expressly commented on a point, ISDA also reserves its position for further study, consultation and discussion among its members.

Title of the Convention (E+F)

Canada: Nous remarquons que les termes « titres détenus auprès d'un intermédiaire » et « titres intermédiés » sont utilisés de façon interchangeable dans le texte. Nous préférons l'utilisation de « titres détenus auprès d'un intermédiaire ».

The terms "securities held with an intermediary" and "indirectly held securities" are used interchangeably throughout the text. The Canadian delegation prefers "securities held with an intermediary".

Finland: We support the new short wording of the title. Additionally, we support the way that both the title and Article 1 make clear that the Convention deals only with proprietary aspects of dealings in securities held with an intermediary. However, as we have stressed before in our March 2001 comments, we prefer using the same terms throughout the text. We prefer the wording "indirectly used securities" (used in the title) to be used also in Article 1, paragraph 1. We prefer the wording "aspects" (used in Article 1, paragraph 2) to wording "rights" (used in the title and Article 1, paragraph 1). The suggested new Article 2, paragraph 4, makes it clear that the Convention is not intended to cover direct holding patterns used, *e.g.*, in Finland. We have urged that it should be made clear also in the title and Article 1 that the Convention really deals only with indirect holding systems. So, we prefer the wording presented by the Working Group in March 2001 for article 1: ". . . securities held indirectly through a securities account."

Spain: In the title, the expression "indirectly held securities" is used, whilst in Article 1(1) and in the definitions of Article 2, the expression used is "securities held with an intermediary". Would it not be better to use the latter "securities held with an intermediary" also in the title of the Convention?

Luxembourg: Il est proposé de modifier le titre de la Convention comme suit: « Convention sur la loi applicable aux droits réels portant sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ». D'une part le terme de « titres intermédiés » n'est ni un terme juridique consacré ni un terme utilisé dans la pratique. D'autre part le terme n'est plus repris dans la Convention qui dans les définitions parle de « titres détenus auprès d'un intermédiaire ».

* Les experts engagés dans les négociations renvoient communément au « problème de la page 37 » en référence à la page à laquelle le problème était examiné dans le Document préliminaire No 1 lors de sa diffusion aux Etats membres. Ce document est désormais publié dans le présent tome des Actes et documents et a été repaginé en conséquence. Le « problème de la page 37 » figure maintenant aux pages 46-48 du présent volume.

* The experts participating in the negotiations refer generally to the "page 37 problem" when making reference to the page at which this problem was examined in Preliminary Document No 1 when distributed among the Member States. This document is now published in this volume of the Proceedings and has been repaginated as a result. The "page 37 problem" can now be found on pages 47-49 of this volume.

Bundesverband deutscher Banken: The title of the draft Convention refers to "indirectly held securities". Article 1, paragraph 1, of the January draft referred to "securities held indirectly through a securities account". A restrictive interpretation might take this to mean that the future convention is to cover only securities held in collective custody. We suggest, however, that for the sake of completeness and in order to avoid unnecessary distinctions, securities held in individual safe custody (jacket custody) should also be covered. See also Article 1(1) – "securities held with an intermediary" – German comments.

Article 1(1): "proprietary rights" – terminology

Canada: Les termes « droit réel », « aspects de droit réel », et « effets réels » sont utilisés de façon interchangeable d'un bout à l'autre du texte. Il serait important d'utiliser la même expression pour éviter de semer la confusion. La délégation canadienne suggère d'utiliser le terme « droit de propriété » (*property rights*) dans le texte.

"Proprietary rights", "proprietary aspects" and "proprietary effect" seem to be used interchangeably throughout the text. There is a need for consistent terminology throughout the text. The Canadian delegation suggests using the term "property rights" throughout the text.

Switzerland: We strongly support the limitation of the proposed Convention to the property aspects of indirectly held securities. However, the term "proprietary rights" in Article 1 has caused some confusion, particularly because the French term "*droits réels*" is relatively clear. One may question whether "property rights" might not be a more adequate term here.

United States of America: The current draft uses different versions of this phrase in different places:

"proprietary rights": Article 1(1), 6(1)

"proprietary aspects": Article 1(2)

"proprietary effects": Article 2 (definition thereof), Article 4(b)

We suggest that the Convention consistently use a single simple phrase: "property rights." We note that concerns have been raised about clarifying the point that the Convention applies to pledge or other dealings in securities held with an intermediary whether that package is a property right or contractual right. We think that concern can best be addressed by adding language covering the point to the definition of "securities held with an intermediary." See below.

United States of America: We suggest a slight change to clarify the function of the Convention. We also remain of the view that a cross-reference to the operative article is important in the introductory scope clause, as follows:

Article 1(1): "This Convention determines ~~the~~ which State's law governs ~~governing~~ property rights in respect of securities held with an intermediary, as specified in Article 4."

Article 1(1): "proprietary rights" – definition

Germany; Bundesverband deutscher Banken: According to the comments on the draft Convention, proprietary rights arising from the transfer of purely contractual rights are covered by the Convention, if an interest in the securities is provided as collateral or transferred to a purchaser. In this context it should be made clear that the term "proprietary rights" also includes forms of holding that substitute the actual acquisition of ownership. The reason for clarifying the term "proprietary rights" is that securities located abroad are often held under a system whereby a German depository bank acquires the ownership of the securities or an equivalent legal position, which it holds for the customer in a fiduciary capacity (*Wertpapierrechnung*). In this case the customer acquires no right of property with respect to the securities, but he has an economic position comparable to that of beneficial owner by virtue of the fiduciary agreement. By the fact that the economic position of the customer is comparable to that position where the customer acquires the right of property with respect to the securities holding in the form of *Wertpapierrechnung* should also fall within the scope of the Convention.

Spain: The Convention covers "proprietary rights arising from the transfer of purely contractual rights" (explanatory comment to Article 1(1)). We consider that it is worth discussing the possible overlap with the Rome Convention. If according to the law of the relevant intermediary, the account holder does not have a right *in rem*, but only a contractual claim against his intermediary, the pledge of this claim (including money as proceeds of a securities account) is covered by the Convention. This means that the pledge is governed by the law of the State of the relevant intermediary. The problem that we find in this solution is that according to a principle of private international law – established in many European countries, and probably in the Rome Convention – the constitution of proprietary rights over contractual rights are subject to the law applicable to that contractual right (which may or may not be the place where the relevant intermediary is located). We consider that this point should be discussed.

Article 1(1): "securities held with an intermediary"

Greece: We agree with the proposed omission of the reference to "account rights" and the use of the phrase "securities held with an intermediary" throughout the whole text instead. The harmonisation of the text will contribute to the better understanding of the proposed provisions and leave no room for false interpretation or misunderstandings.

Germany: In the interest of legal certainty and for the sake of completeness the draft Convention should also cover securities held in individual safe custody (jacket custody).

Article 1(2): exclusions from the substantive scope of the Convention

Greece: We think it is advisable to keep this paragraph, which explicitly sets out the cases where the Convention does not apply, in order to avoid misunderstandings at this stage. Maybe we should delete it at a later stage in the drafting of the text.

Finland: We support the new Article 1, paragraph 2, that makes clear that the Convention does not determine the contractual and other non-proprietary aspects in respect of indirectly held securities. Especially important is, that the Convention does not apply to the law concerning the creation, ownership or transfer of securities. This rule has been expressed, *e.g.*, in the EU Settlement Finality Directive.

We prefer the wording "aspects" (used in Article 1, paragraph 2) to the wording "rights" used in the title and Article 1, paragraph 1.

United States of America: For consistency in usage of "proprietary . . ." and in use of "law governing / law applicable," change as follows:

This Convention does not determine ~~the~~ which law governs ~~applicable to~~ the contractual or other non-property ~~non-proprietary aspects of~~ rights or duties in respect of securities held with an intermediary, and in particular [. . .]

Luxembourg: This paragraph should be deleted, as it might create more problems than it actually resolves.

Article 1(2)(d) – "transfer agents"

Spain: We consider also that the exclusion set forth in Article 1(2)(d) needs an explanation: Who are those "transfer agents" the Convention refers to? Would it not be helpful to include a cross-reference to Article 2(4)? In relation to Article 1(2): among the exclusion, should be added: – "the regulation of the issuance or trading, clearing or settlement of securities": – "the regulation of a securities intermediary" (already proposed by the United States delegation, March 2001). This will help to understand the scope of the Convention, and it will facilitate its use by practitioners.

Article 2(1): « titres » / "securities"

Canada: La délégation canadienne est d'avis que la définition des titres devrait être plus générale et devrait inclure des éléments supplémentaires comme le fait l'article 8 du Code commercial uniforme des États-Unis en définissant l'actif financier. La définition devrait être assez générale pour inclure des développements futurs dans les marchés de valeurs mobilières.

The Canadian delegation is of the view that the definition of "securities" should be broadened and expressly include additional elements, in a manner similar to the definition of "financial asset" in Revised Article 8 of the U.S. Uniform Commercial Code. The definition should be broad enough to accommodate future developments in the securities markets.

Greece: We support strongly the proposed wording of the definition of securities, which adopts the descriptive approach rather than the fully fledged one. It is true that the definition is explicit enough to cover the typical securities, such as stocks, shares, bonds and options (which also fall within the definition of "securities" of the Greek L. 2396 / 1996), and flexible enough to leave room for the regulation of new securities. In this way, the main points that this Convention wants to establish and make clear, namely certainty and flexibility during transactions, are dealt with. The fact that the proposed definition encompasses dematerialised securities is also very encouraging, since all shares listed on the Athens Stock Exchange are already dematerialised or turned into dematerialised ones.

Finland: We are in favour of a broad and flexible definition of securities. However, is the present wording too broad? The idea of the annotation (*i.e.*, to make a difference between derivatives that are "securities" and derivatives that are not) should somehow be expressed in the definition itself.

Luxembourg: Il est proposé de faire référence uniquement aux « titres de capital » sans faire référence aux « actions » qui devraient être couvertes par le terme de « titres de capital ». Dans un souci de cohérence plutôt que de se référer aux « obligations » il est proposé de faire référence plus généralement à des « titres de créances négociables ». Les autorités luxembourgeoises s'interrogent sur la signification des termes « autres actifs » qui sont très vastes et vont bien au-delà des valeurs mobilières et instruments financiers qui sont essentiellement visés par la Convention. Il est donc proposé de supprimer ces termes. Dans les commentaires faits sous la définition, il est indiqué que les instruments sur matières premières ne devraient pas être couverts par la définition du terme « titres ». Il faut se demander si cette exclusion générale est opportune. Ainsi les warrants standardisés sur ces produits traités en bourse pourraient utilement être couverts par la Convention.

Article 2(1): « titres » / "securities"

United States of America: The current comment on the definition of "securities" is problematic, in that it mentions the classification of a few forms of instruments, saying some are included and some not, without giving a good explanation of the basis of inclusion or exclusion. We think it would be useful for the comment to say something on the general issue, perhaps with an example that is clearly just an illustration. At present, there is a risk that interpretation would place undue emphasis on analogies to the specific items that happen to be mentioned. We suggest that the comment be replaced with something like the following:

The definition of securities is deliberately left broad to accommodate future developments in the securities markets. The common forms of traditional securities, stocks, shares, and bonds, are, of course, included because the indirect holding system has developed principally to accommodate the need for rapid, safe, and efficient processing of transactions in these assets. Once developed, however, the institutions of the indirect holding system have proven to be useful for other forms of financial assets and instruments, and this development can be expected to continue. Because the Convention covers only conflict of laws issues for the indirect holding system, it necessarily applies only to financial assets or instruments that can be held through accounts with intermediaries in the fashion that has developed for traditional securities. For example, some forms of financial instruments, such as swaps individually negotiated between particular counterparties, would not be covered by the Convention because they are not obligations or interests issued by an issuer and credited to an account maintained by another financial institution; rather they are merely contracts for exchange of products or cash flows between the parties.

Article 2(1): "intermediary" – "to which securities may be credited"

Australia: The definition of "intermediary" should be modified to remove the words "to which securities may be credited" as this is already covered in the defined term of securities accounts. Therefore the word "accounts" in the definition needs to be replaced with "securities accounts".

United States of America: The phrase "to which securities may be credited" should be deleted by using the defined term "securities account" as follows:

intermediary" means a person that in the course of business maintains securities accounts ~~to which securities may be credited~~ and is acting in that capacity either for others or for its own account.

In the comment concerning "person," change as follows: "'person' should be given its broadest ~~ordinary~~ meaning. There is no intention to exclude any form of entity that acts as an intermediary. . . ."

Canada : La délégation appuie la proposition américaine de remplacer « découlant (*derive*) » par « qui résulte (*that result*) ». De plus nous suggérons d'ajouter les soulignés à la définition :

« titres détenus auprès d'un intermédiaire » détermine les droits du titulaire du compte ~~découlant~~ qui résultent de l'inscription de titres en compte qu'il s'agisse des droits de propriété, de contrat ou autres ; »

The Canadian delegation agrees with the United States proposal to replace "derived" by "that result". Further, we suggest adding the following to the definition:

"securities held with an intermediary" means the rights of an account holder ~~derived~~ that result from a credit of securities to a securities account, whether such rights are property, contract or other rights.

Article (1): "intermediary" – "in the course of business"

Finland: We welcome the expression "in the course of business" that requires from the intermediary some kind of professionalism (see our March 2001 comments on "securities intermediary" on p. 2).

Article 2(1): "intermediary" – "control" or "supervision"

Spain: Some authorities have expressed their concern about the concept of "intermediary" and the fact that the definition does not require any kind of "control" or "supervision". Can anybody have the status of intermediary only because "in the course of business [it] maintains accounts"? If latter Article 5 requires implicitly a kind of supervision either over the intermediary or over the account, would it not be better to include this in the definition?

Switzerland: We suggest considering whether the definition of "intermediary" should include the limitation of an "intermediary subject to regulatory supervision of at least one jurisdiction". This limitation is already implied by Article 5, and including it in the definition of Article 2 would exclude the consideration of intermediaries that do not operate on a commercial basis. Moreover, we assume that the proposed Convention's reference to the law of the place of the relevant intermediary extends to the law applicable to the payment in so-called "delivery-versus-payment" arrangements.

Article 2(1): "intermediary" – definition

Canada: Les termes « comptes de titres au crédit desquels sont inscrits des titres » devraient être remplacés simplement par « comptes de titres ». La Commission spéciale devrait peut-être considérer s'il est important de clarifier dans le rapport que la définition peut inclure des dépositaires centraux de titres nationaux (DCTN) et internationaux (DCTI), car nous comprenons que certains d'entre eux ne seraient pas inclus dans cette définition dans certaines circonstances. Il faudrait clarifier que le terme « personne » est utilisé de façon très large.

We suggest that this definition should refer to "securities account" instead of "accounts to which securities may be credited". The Special Commission should consider whether the commentary should say that the definition may include national central securities depositories (CSDs) and international central securities depositories (ICSDs), since it is our understanding that such entities may not fall under the definition in certain circumstances. Finally, it should be made clear that the term "person" should be given the broadest meaning.

Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen / Denmark: Does this definition include:

a) a person that maintains an account merely for one person (customer)?

b) a person, X, that maintains accounts for several customers, *i.e.*, Y and Z, if at the upper-tier intermediary (the intermediary that maintains the account for X) the account is labelled as "X omnibus account on behalf of Y and Z"? In other words, is X considered to be an intermediary even if the names of the X-customers are registered directly at the upper-tier intermediary?

c) a trustee? That is, is a trustee considered to be an intermediary that maintains an account on behalf of the beneficiaries of the trust? Or should securities held by a trustee rather be considered held directly by the trust (leaving *i.e.*, conflict between the beneficiaries and the creditors of the trustee to the law applicable to the trust)?

Often the discussion is focused on pledges and title transfers made by a customer, who does not himself act as an intermediary at all. As stated in the July draft, the relevant intermediary in these cases is the customers own intermediary. However, the determination of which intermediary is the relevant in conflicts arising due to a pledge made by (or insolvency of) a person, who acts as an intermediary may not be obvious. Is it the intermediary in question that is the relevant or rather the intermediaries' (upper-tier) own intermediary? For example, imagine that several customers, C, hold securities through a broker, B, who in turn holds the securities through a bank, D. If insolvency proceedings are initiated against B, is it then B or D that is the relevant intermediary when it has to be decided whether C or the general creditors of B is entitled to the securities? Personally, I would think D was the relevant intermediary (but please note this is not meant as an official Danish position). Consequently, the customers should prevail if that is justified by the law of D. Of course, regardless of whether the customers prevail under the law of D, the customers should always be entitled to the protection afforded by the *lex concursus* (typically the law of B). Perhaps the latter principle should be stated explicitly in Article 6. Consequently, in case of insolvency of an intermediary, the customers of the intermediary should generally prevail, if that is justified by the law of the intermediary (*lex concursus*) or the law of the intermediaries' intermediary (the law of the relevant intermediary). Regardless of which intermediary is to be considered the relevant one, it seems that it would be useful if further elaboration was made on this point, *i.e.*, by examples in the explanatory comments to the next draft.

United States of America: Only the first paragraph of the **commentary** to the definition of "relevant intermediary" is pertinent to this definition. The rest is a discussion of the so-called "page 37 issue." We doubt that this issue

warrants extended discussion in whatever form of commentary accompanies the final text. In any event, if the point is to be discussed, the appropriate place is in connection with the substantive rule in Article 4 rather than the definitions.

Bundesverband deutscher Banken: The acquisition of securities is recorded on the purchaser's account. According to the definition of "relevant intermediary" and "securities account" in Article 2, paragraph 1, the relevant custodian is that of the purchaser. If a collateral arrangement is entered into, various courses of action are conceivable. If a lien is created, it is possible that there will simply be an entry on the collateral provider's account to the effect that the securities in question are serving as collateral in favour of a certain collateral taker. Ownership and possession of the securities therefore remain with the collateral provider. The relevant intermediary would then be that of the collateral provider. If, on the other hand, collateral is provided in the form of an outright transfer of title or similar collateral instrument, the collateral will be transferred to a collateral account of the collateral taker. The collateral taker's custodian would then be the relevant intermediary. The convention should take account of both alternatives.

Article 2(1): "relevant intermediary" – "Super-PRIMA"

Canada: Nous reconnaissons que le rapport a comme but de donner un compte rendu des discussions à date concernant le Super-PRIMA. Cependant, nous sommes d'avis que ce paragraphe devrait être exclu du Rapport explicatif.

We appreciate the paragraph on Super-PRIMA as an explanation of what has occurred but do not think it should be included in the commentary.

Australia; Czech Republic; ISDA: No merit in Super-PRIMA: not well adapted to complexity of modern indirect holding systems.

Finland: We share the concerns against "Super-PRIMA" expressed in the annotation to "relevant intermediary" (see also our comment above at Article 2, paragraph 2). At this stage, we support the present wording. As said, further discussions are necessary.

United States of America: We note our strong disagreement with the notion that the Convention should establish that "a single law [would] govern proprietary aspects of all stages of a transfer between two parties who use different intermediaries." That suggestion is completely inconsistent with PRIMA, the realities of the modern securities holding system, and the elimination of the "look-through" approach. It is not "Super-PRIMA," but "Anti-PRIMA."

Luxembourg: La Convention devrait régler le problème du choix de l'intermédiaire pertinent à considérer pour déterminer à quel moment un transfert a été effectué. Le fait qu'un transfert puisse impliquer l'intervention d'une série d'intermédiaires devrait dans les relations entre la partie qui transfère et la partie qui reçoit un titre être sans pertinence. Il s'agit de déterminer entre ces parties à quel moment le transfert devient effectif. L'article 5 pourrait utilement couvrir ce point.

Switzerland: We continue to believe that the precise definition of PRIMA requires further consideration. Neither the splitting up of the law applicable to a particular transaction resulting from the current PRIMA approach nor the retrospective fixing of the applicable law under "Super-PRIMA" is fully satisfactory in situations involving different intermediaries. Again, we suggest that the possibility of exclusively applying the law of either the transferor's or the transferee's intermediary to the entire transaction could be discussed as possible alternatives to the current proposal.

Bundesverband deutscher Banken: Article 2, paragraph 1, defines the "*relevant intermediary*" as "*the intermediary with whom the account holder maintains the securities account*". If several intermediaries are involved, the question arises as to which of these custodians, each maintaining an account for one of the other parties involved (including other intermediaries), is the relevant intermediary when it comes to determining the applicable law. In Germany, this is clarified by section 17a of the German Safe Custody Act (*Depotgesetz – DepotG*), which states that this depends on the office maintaining the account of the recipient of the disposition of the proprietary rights. The revised draft outlines the debate on the application of PRIMA (place of the relevant intermediary approach). This approach provides that the applicable law on each level of a multi-tiered holding system is determined by the intermediary who maintains the account. Under an alternative approach, the law is that of the last recipient of the proprietary rights, so that the proprietary rights are governed by only one legal system. The question is whether PRIMA is, in fact, at odds with the approach adopted by section 17a of the German Safe Custody Act. Under section 17a DepotG too, a title transfer or provision of collateral which actually consists of several real dispositions of proprietary rights in the multi-tiered holding system (*e.g.*, a series of assignments) would probably result in each disposition and the law applicable to it having to be considered individually. It should be made clear that when – as in Germany – there is legally speaking a single disposition, this must be governed by a single set of laws. Such an application of a uniform regime is to be welcomed from the point of view of legal certainty. However, jurisdictions which work on the premise that there are several dispositions in a multi-tiered holding system may arrive at a different conclusion if the applicable law is determined on the basis of the intermediary of the recipient of the disposition. Against this background, the text of the convention is generally acceptable on this point, in our view. It should be stressed that irrespective of how the term "disposition" is understood in individual jurisdictions, implementing the PRIMA would make life considerably easier in practice. Adoption of the convention is therefore to be warmly welcomed and should not be called into question at this point.

Article 2(1) "securities account"

Canada: Il est suggéré d'utiliser le même terme partout dans le texte de la Convention.

Need to use a consistent term throughout the Convention.

Finland: The definition of "intermediary" is crucial here. We must make it clear all the time that the Convention deals with indirectly held securities. So, the new Article 2, paragraph 4, has great importance in sharpening the definition of "securities account".

Article 2(1) F « compte de titres »

Luxembourg: Dans la définition, les termes « *teneur de compte* » devraient être supprimés, la notion de teneur de compte étant trop intimement liée aux seuls titres dématéri-

alisés et ne figurant d'ailleurs pas dans le texte anglais du projet de Convention.

Article 2(1) "securities account" / "cash"

Finland: We understand the idea of drawing a line between cash in a "securities" account and cash in a "deposit account". However, there will be great problems to actually *make* the difference. At this stage, we prefer excluding cash from the scope of the Convention. However, we are open to new suggestions to define cash in a securities account.

Germany; Greece; Bundesverband deutscher Banken; Czech Republic: Cash accounts and proceeds from securities accounts should not be included in the definition of "securities account" given the fact that in most legal systems, cash credited as proceeds to an account does not give rise to proprietary rights.

Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen / Denmark: It may be appropriate to discuss whether the Convention should apply if PRIMA leads to the application of a law of a State under which it is possible to have a proprietary claim to a cash account. For example, if the intermediary sells the securities that he holds for its customers and the proceeds of the sale is credited to a specific bank account (held by the intermediary for its customers), it may be appropriate to apply the law of the location of the bank to the question of whether the customers are entitled to the bank account in case of insolvency of the intermediary.

United States of America: The second paragraph of the comment concerning "cash" is confusing and should be deleted. As written, it blends two different issues: (1) the legal nature of a deposit account or claim against an intermediary with respect to "cash" or free credit balances; and (2) the question whether, or under what circumstances, such rights – however they may be described in a particular legal system – are treated when they are proceeds of a security interest in other property. Similarly, the words "as proceeds" should be deleted from the last sentence of the preceding paragraph.

Article 2(1) « titres détenus auprès d'un intermédiaire »

Luxembourg: Le terme « détermine » devrait être remplacé par le terme « désigne » par souci de cohérence avec les autres définitions.

Article 2(1): "securities held with an intermediary"

Canada: Les titres détenus auprès d'un intermédiaire devraient être clairement inclus dans cette définition pour assurer que la Convention s'applique à des situations qui comprennent plusieurs paliers d'intermédiaires. Il serait fort utile que le rapport contienne une explication plus élaborée sur ce qui est inclus et ce qui est exclu de cette définition.

Securities held with an intermediary should be clearly included in the definition to ensure that the Convention applies to situations involving multiple tiers of intermediaries. It would be very useful if the commentary expanded on what is included and what is excluded from this definition.

Finland: As explained in the annotation, the nature of the interest ("right") of the account holder to the securities varies from one legal system to another. The actual rules are selected by using the choice of law rules of the Convention that should be "clean" from any kind of "material" rules. That is why any kind of definitions relating to the "right" itself should be omitted from the Convention.

United States of America: To clarify the point that the Convention applies to pledge or other dealings in securities held with an intermediary whether that package is a property right or contractual right, we suggest the addition of language to the definition of "securities held with an intermediary," as follows:

"'securities held with an intermediary' means the rights of an account holder that result ~~derived~~ from a credit of securities to a securities account, whether such rights are described as property, contractual, or other rights";

The change from "derived" to "result" is a conforming change to a suggestion we make concerning Article 4(2), below.

Article 2(1): "account holder"

United States of America; Canada: The phrase "securities are credited" can be deleted by using the defined term "securities account" as follows:

"'account holder' means a person for whom an intermediary maintains a ~~to whose~~ securities account ~~securities are credited~~";

Article 2(1): "disposition" and "pledge"

Canada: La délégation canadienne est d'avis qu'il faut utiliser des termes plus solides et plus clairs pour décrire le principal sens du terme. Il faudrait aussi utiliser des termes plus généraux pour englober d'autres méthodes moins importantes. Par exemple, « transfert » inclut toute vente, sûreté ou autre disposition par consentement des parties ou par effets de la loi.

The Canadian delegation would prefer a definition of "disposition" that used stronger and clearer verbs to describe its principal intended meaning, and more general terms to catch other, less important, methods. For example, "disposition" includes any sale, pledge or other transfer by consent of the parties, or by operation of law.

Finland: The definition of "disposition" should be broad so we support the omission of words ". . . of title". However, we prefer not to include title transfer collateral arrangements to the definition of "pledge". One solution is to omit the definition of a "pledge" altogether and broaden the definition of a "disposition" to cover all kinds of security interests, either possessory or non-possessory, including non-possessory pledges, possessory collateral arrangements and "full transfers of ownership" (*e.g.*, sales). Note that "pledge" (unlike "disposition") is used nowhere else in the draft Convention than in the definition itself, so it is unnecessary from that point of view, too.

Spain: If "pledge" is defined, a definition of "outright transfer" should also be added.

ISDA: The current draft, and the related commentary, posits a distinction between "pledges" on the one hand

and "outright transfers" on the other hand. "Pledge" is defined to include a "title transfer by way of security". These distinctions, however, require careful handling, and we are not sure that the current draft of the Convention achieves the right balance. Under certain legal systems (for example, in the United Kingdom), a title transfer collateral arrangement is based on outright transfer. The fact that the commercial purpose may be to achieve an effect comparable to the creation of a security interest (for example, by way of mortgage of or charge on securities) is irrelevant. Such a transfer is a sale, and the transferee is a purchaser of the securities. By contrast, in other jurisdictions, such as Italy, there is a middle category between a security interest, on the one hand, and an outright transfer on the other hand, namely, the irregular pledge. It achieves a transfer of title of the relevant collateral securities to the transferee, but is otherwise treated as a form of pledge for other purposes. It is therefore questionable whether it is helpful to subsume title transfer "by way of security" under the definition of pledge, since it risks confusing the genuine outright transfer approach (on which the majority of cross-border title transfer arrangements in the European privately negotiated derivatives market are based, according to our own research) with the irregular pledge approach. By assimilating the title transfer approach to the security interest approach in the definition of "pledge", the Convention may perversely raise legal uncertainty by increasing recharacterization risk in relation to title transfer collateral arrangements in some jurisdictions. We note that the current draft EU directive on financial collateral arrangements uses separate definitions for "security financial collateral arrangement" and "title transfer collateral arrangement", and we would propose that a similar approach be taken in the Convention. Our suggestion would be to amend the definitions of "disposition" and "pledge" and to add a new definition of "title transfer collateral", along the following lines:

"'disposition' means pledge, title transfer collateral or outright transfer (sale);

'pledge' means any form of security interest, whether possessory or non-possessory;

'title transfer collateral' means a sale and repurchase agreement or other collateral arrangement based on transfer of title, whether by way of outright transfer (sale) or by way of security, including irregular pledge";

It appears that no other changes would be necessary to the current draft of the Convention, as the term "pledge" is only used in the definition of "disposition". Also, we are not in favour of the additional wording it is proposed to add to Article 4(1), but if that wording is added, then we would, of course, recommend amending the words to read "at the time of the pledge, title transfer collateral or outright sale transaction".

Greece: As far as dealings in indirectly held securities by way of title transfer are concerned, we would like to point out that, although there is no legal regulation of title transfer in Greece, title transfer is acknowledged and accepted today by both legal theory as well as jurisprudence in Greece. A new law (L. 2844/2000, valid from 13.10.2001), regulates the so-called "fictitious pledge", that is a pledge perfected without the delivery of the possession of the movable asset (which is otherwise a prerequisite for the traditional pledge). However, commercial papers and cash are excluded from the application of the said law (Article 2 L. 2844/2000).

Article 2(1): « sûretés » (F)

Luxembourg: Le premier terme « *comprend* » devrait être supprimé et remplacé par le terme « *désigne* » ceci par souci de cohérence avec les autres définitions et avec la traduction anglaise.

Article 2(1): "perfection"

Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen / Denmark: The present definition could be read as only including perfection made by some sort of positive act (*i.e.*, filing or notification) and not automatic perfection. If the convention is to deal with insolvency of the intermediary (Article 6), it may sometimes be necessary to determine whether the customers right to the securities held by the intermediary is "perfected" against the creditors of the intermediary (that is, whether the customers or the general creditors are entitled to the securities). Such "perfection" may not require a positive act, but *e.g.*, merely that the intermediary has kept the securities on an account where the securities have not been commingled with securities actually owned by the intermediary. If Article 6 is to apply in situations where the customers prevail under the law of the relevant intermediary merely because no commingling was made, it may be appropriate to revise Article 2(1) so that perfection is defined as "any steps" instead of "the steps".

Finland: This is a new definition and we doubt if it is necessary. On the contrary, it is "material", referring to a concept of a "third party", a concept that varies from one jurisdiction to another. We recommend omitting the definition.

Article 2(1): "proprietary effects" / « effets réels »

Canada: Nous suggérons de remplacer ce terme par « droit de propriété ». On se demande si cette définition est appropriée ou nécessaire.

The Canadian delegation notes that this term should be replaced by the term "property rights". We question whether this definition is adequate or necessary.

Spain: The Convention employs "proprietary rights" to define its purpose (Article 1(1)), but in (Article 2) it defines "proprietary effects". Will it not be better to employ the term in both places?

United States of America: The definition of "proprietary effects" is not accurate or helpful. Property issues can arise in a two-party setting, and contracts can affect third parties. Any attempt at a brief definition of "property" is doomed to failure, given the complexity of the issue and the likelihood of differences among legal systems. Trying to define the concept will likely cause more harm than good. We suggest deleting the definition of "proprietary effects" and using the phrase "property rights" consistently throughout the Convention.

Luxembourg: Pour harmoniser le texte avec la terminologie couramment utilisée en langue française et avec le texte anglais, la définition devrait être lue comme suit : « désigne des effets pouvant affecter les tiers ».

Article 2(1): "insolvency administrator" / "insolvency proceeding"

Finland: See our March 2001 comments. We are still concerned whether the definitions are broad enough.

Bundesverband deutscher Banken: The words "or body" can be deleted from the definition of insolvency administrator since according to the notes on "intermediary", the term "person" covers legal persons, natural persons, unincorporated firms and partnerships.

Article 2(1): "office or branch"

Prof. Rogers; Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen / Denmark: Do we need a definition of the words "office or branch" (Internet)? See Prof. Roger's comments of 07/05/2001, and the Danish comments (*e.g.*, does the intermediary have to have at least one employee, is an agent sufficient or is there no requirement that "human means" is used at all?; see also *infra* under Article 5).

Article 2(2): "transfer by operation of law"

Germany: Inclusion of transfer by way of operation of law within the scope of the Convention does not seem to be appropriate. The Convention is primarily concerned with transfer under a legal transaction. We therefore support deletion of the reference to a transfer by way of operation of law.

Luxembourg: Les transferts en vertu de la loi devraient être maintenus, la Convention étant sinon fatalement incomplète, étant donné qu'elle ne pourrait régler le conflit pouvant exister entre des privilèges établis par la loi et d'autres sûretés ou droits pouvant exister sur des titres détenus auprès d'intermédiaires.

Spain: In relation to Article 2(2), at first, it seems reasonable to protect "*the transfer of securities by way of operation of law*" as long as the reason of this law is to protect some particular creditors or systems as a whole. But it introduces some difficulties. In some cases, those transfers may be characterised as transfer of public law nature, whilst the Convention only deals with private law questions. The consequences can be dangerous; for instance, some people have asked if this rule covers expropriations.

United States of America: We remain of the view that the bracketed language is important and should be retained. In some jurisdictions the critical need for certainty in the rights of an intermediary to liquidate account positions in the event of its customer's default has been met by statutory provisions creating clearing liens by operation of law. Without clarity on choice of law for this issue, the objectives of the Convention will not be met. The defined term "relevant intermediary" should be used in place of "account holder's intermediary." New proposal:

"*References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include a disposition~~,~~, as well as a transfer by way of operation of law,~~)~~ in favour of the* <u>*relevant*</u> ~~*account holder's*~~ *intermediary.*"

Article 2(4)

Finland: It is very important to explicitly exclude indirect holding systems from the scope of the Convention. Present formulation of Article 2, paragraph 4, is one way to achieve this end. The new Article 2, paragraph 4 has great importance in sharpening the definition of "securities account".

Spain: The understanding of Article 2(4) has been rather problematic. Several experts consider that from the text of the Article it is not easy to capture the situation. The categories "person recorded on a securities account purely in an administrative capacity" or "manager or agent for the account holder" are not always understood in the same way. Many intermediaries may be legally characterised as agent of the account holder, at least in legal systems where the intermediary holding pattern has not been expressly recognized by the lawmaker. The risk in this case is that the intermediary be not considered as such because of Article 2(4). If the situation this Article deals with is that in which both the name of the owner and the name of an account manager appear in the books of the CDS, and the account manager maintains parallel records, then this should be explicitly said in the text of the Article.

Article 2(4) (F)

Luxembourg: La terminologie française utilisée ne semble pas à tout endroit appropriée. Ainsi il est proposé de remplacer le terme de « capacité d'administrateur » par « qualité d'administrateur » et le terme « agent » par celui de « mandataire ».

Article 3: "internationality"

Canada: Si la deuxième partie du texte n'est pas exhaustive, nous suggérons qu'il serait préférable de la supprimer car elle ne semble pas nécessaire. Cependant, nous croyons important d'insérer cette deuxième partie dans le rapport. La première phrase devrait être conservée.

If the second sentence of this text is not meant to be exhaustive, then the Canadian delegation is of the opinion that it is not necessary. Therefore, we suggest to delete the second part of the text and keep only the first sentence on this Article as it is sufficient. The second part should instead be included in the commentary.

Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen / Denmark: Perhaps Article 3 is not needed. If the persons listed (in Article 3) are all located in the same State, it could seem as if application of the law of that State would follow from Article 4. Article 3 may give rise to some confusion as to the scope of the Convention. Imagine a situation where an issuer located in X issues securities through a CSD located in X and some of those securities are purchased by a person located in X. The buyer chooses to hold his securities through a bank (intermediary). The bank has its head office in X, but has a branch in Y. Does the convention apply? The answer seems to depend on whether the bank is considered to be located (a) in all States where the bank has an office, (b) in the State where the head office is, or (c) in the State where the buyer chooses to open his account. If b) is the right understanding of Article 3, the buyer would not be protected by the rules in the Convention if he opens his account at the office in Y. Even if the buyer chooses to open his account at the office in X, it could

be argued that the Convention should apply so that the purchaser can rely on the application of the law of X. If so, it might be preferable not to condition the application of the Convention on some sort of "internationality".

Finland: This new provision is linked to the paragraph 2 of Article 1. In disputes the issuer of securities involving, it is important to make sure that the PRIMA rule is applied only proprietary law questions.

Germany; Bundesverband deutscher Banken: In order to ensure a clear determination of the parties involved and thus as uniform an application of the Convention as possible, the term "located" should be defined more precisely.

United States of America: The second sentence is unnecessary. It merely provides illustrations of circumstances that might pose a choice between the laws of different States. This should be covered in explanatory comment rather than in the Convention text. The listing is not truly effective as Convention text, because it relies on the concept of "location." As we have learned all too well, that concept is difficult to apply in this context. Moreover, the wording of clause (e) might be problematic as black-letter text in that it uses the colloquial notion of one intermediary holding "the securities" through another. That is a colloquialism that connotes the "look through" approach that the Convention seeks to eliminate. Even in the commentary, it may be better to omit discussion of element (e), since it is potentially confusing, and it is relatively unlikely that there are any significant cases of internationality covered by this element and not by any other.

Article 4(1): direct reference to the place of the relevant intermediary

Czech Republic: It would be inappropriate to include reference to the "*place of the relevant securities account*" in this provision.

Finland: As we stated in our March 2001 comments, we prefer taking directly the place of the account as a main rule.

Article 4(1): [proprietary] [property] "rights"

Finland: The word "rights" used in Article 4, paragraph 1, (instead of "dealings") is acceptable.

Spain: The term "proprietary" should be added between governing and rights (that is, "*the law governing proprietary rights . . .*"). This keeps coherence with other Articles.

Article 4(1): relationship with federal clause

United States of America; Canada: To clarify the relationship between Articles 4 and 5 and Article 10, discussed more fully under Article 10 below, we suggest adding the phrase "of the State" in Article 4, as follows:

(Article 4(1)) "*The law governing rights in securities held with an intermediary (the 'applicable law') is the law of the State in which the place of the relevant intermediary is located*".

Article 4(1): "particular moment in time" to be considered when determining the relevant intermediary

Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen / Denmark: It may not always be obvious which particular moment in time is the relevant [moment]. For example, part of a pledge or title transfer agreement may be that the securities are to be transferred from one intermediary to another. If the person pledging the securities (or transferring these by a title transfer) enters into insolvency and the securities are subsequently transferred to the new intermediary (because the former intermediary had no knowledge of the insolvency proceedings), it may seem questionable whether law of the former or new intermediary is decisive with respect to the validity of the pledge / title transfer against the insolvency administrator. As to which moment of time is the relevant, it could be suggested to focus on the place of the intermediary at the time when the conflict of rights arose (*i.e.*, at the time when a competing pledge was granted). Perhaps Article 4(1) should not focus on which law governs the rights in the securities, but instead which law governs in a specific conflict concerning the securities. Another way of dealing with the problem could be address it in the definition of "relevant intermediary" in Article 2 as the question of which moment in time is the relevant one often is similar to the question of which intermediary is the relevant one.

Finland: As we stated in our March 2001 comments, it is crucial for us to clarify explicitly what is the relevant time that determines the applicable law so that the parties would not be able to change the applicable law freely. We see the risks from an explicit rule being smaller than the advantages.

Bundesverband deutscher Banken: The notes address the issue of what moment in time should be considered when determining the relevant intermediary. German law normally differentiates between two points in time where dispositions are concerned: the real agreement on the transfer of title, and moment of disclosure (*e.g.*, delivery / recording). When dealing with dispositions of securities, the moment of disclosure could be the recording of the securities on the securities account. Determining the relevant intermediary should focus on the moment in time when the securities are recorded on the account in order to avoid possible uncertainty.

ISDA: ISDA endorses the current wording and agrees with the suggestion in the commentary that the inclusion of the words "*at the time of the pledge or outright sale transaction*" would not be helpful (possibly, in fact, the reverse). However, if such wording is added, then we would recommend amending the words disposition, pledge and title transfer collateral to read "*at the time of the pledge, title transfer collateral or outright sale transaction*".

Article 4(2)(a): "characterisation" / "proprietary"

Canada: Nous préférons l'utilisation du terme « nature juridique ». On suggère encore une fois de remplacer « découlant » par « qui résulte ».

We understand the Permanent Bureau's concerns about the word "characterization," and agree that the phrase "legal nature" is better. The word "derived" might also be somewhat confusing, so we suggest changing as follows:

"*(a) the legal nature of the rights that result derived from the credit of securities to a securities account;*"

Germany; Bundesverband deutscher Banken: We are not in favour of using the term "characterization" instead of "legal nature" in Article 4(2) a). As is stated in the comments, this expression is used in many different ways and means different things to different people. For reasons of legal certainty the term "legal nature" is preferred.

Finland: We find the argumentation against the word "characterisation" convincing.

United States of America: We understand the Permanent Bureau's concerns about the word "characterization," and agree that the phrase "legal nature" is better. The word "derived" might also be somewhat confusing, so we suggest changing as follows:

"*the legal nature of the rights that result ~~derived~~ from the credit of securities to a securities account*;"

For consistency in use of "proprietary . . ." change this provision as follows:

"*the legal nature of, and property rights that result from, ~~and proprietary effects of~~ a disposition of securities held with an intermediary*;"

Article 4(2)(c): scope of applicable law / perfection requirements

Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen/Denmark: To avoid any conclusions *a contrario*, it may be suggested to explicitly state in Article 4(2)(c): "and the effects of perfection or non-perfection and the priority between competing rights in the securities".

Article 4(2)(d)

United States of America; Canada: Use consistent wording:

"*whether a person's title to or other interest in securities held with an intermediary is overridden by or subordinated to a competing title or interest*;"

« si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire peut être primé par ou subordonné à un droit concurrent ; »

Article 4(2)(e)

United States of America; Canada: Use consistent wording:

"*the duties, if any, of an intermediary to a person who asserts a competing title to or other interest in ~~claim to~~ securities held with that intermediary; and*"

The phrase "if any" is useful to clarify that there may be no such duties under the law of a particular State.

« les obligations, s'il y a lieu, d'un intermédiaire envers une personne qui revendique des droits concurrents ou d'autres intérêts sur des titres détenus auprès de cet intermédiaire ; »

Le terme « s'il y a lieu » indique la possibilité qu'il n'existe aucune obligation en vertu de la loi d'un État particulier.

Article 4(2)(f)

ISDA: It might be helpful to include the words "*by an account holder*" after the words "that *intermediary*", to make explicit that this provision refers to a third party claimant competing with an account holder in relation to securities held indirectly by that account holder.

United States of America; Canada: The concept of "realization" makes sense only with respect to a pledge, hence change (f) as follows:

"*the steps required for the realisation of a pledge ~~disposition~~ of securities held with an intermediary*."

Le terme « réalisation » ne peut être utilisé qu'en vertu d'une sûreté.

Luxembourg: Dans un souci d'une approche logique des différentes étapes d'un transfert il est proposé de faire figurer le sous-point (f) actuel comme sous-point (b) de cet article.

Article 5: "account approach" vs. "branch/office approach"

Australia: During a meeting of the Australian delegation four proposals were made. We then asked industry representatives (particularly through ISDA) to consider our proposals. The Annex to this chart contains the proposals modified in light of the comments received. See drafting proposal in the Annex. Different States may find these proposals more or less attractive depending on their legal culture and traditions. If we put to one side existing agreements, it seems from our discussions here to date that all of the options provide the minimum level of *ex ante* certainty that is being sought, at least in the Australian context under the new Financial Services Reform Bill. Under the new regime (which is to come into effect in March 2002), even though it is the *provider* of custodial and depositary services who is to be regulated, by needing to have an Australian financial services licence, still the regulator, ASIC, has supervisory powers over the *business of maintaining securities accounts*, with an obligation on the licensee to do all things necessary to ensure that the financial services covered by the licence are provided efficiently, honestly and fairly. If one includes existing agreements in the analysis, it appears that both proposals 3 and 4 should be acceptable, and possibly proposals 1 and 2 as well. Indeed the suggestion that Proposals 1 and 3 be combined may be the best solution. Under this proposal, if the intermediary cannot satisfy Proposal 1, before moving to the basket in Article 5(3) of the July draft a certificate under Proposal 3 would suffice. Please note that for each proposal the term "regulatory supervision" or "regulatory oversight" needs to be defined somewhere in the Convention to include *national or regional* supervision or oversight.

Canada: Le Canada préfère l'approche dite « de l'établissement ou de la succursale ». D'une perspective canadienne, l'approche dite « du compte » crée une fiction et nous mènerait de toute façon à l'approche de l'établissement ou de la succursale. On doit aussi reconnaître que l'approche de l'établissement ou de la succursale, dans un contexte électronique, par exemple, nous mènerait aussi à une fiction. D'une perspective des règles traditionnelles en droit international privé, nous reconnaissons que les deux approches posent des difficultés. Nous encourageons la Conférence à chercher une solution pratique qui sera appropriée pour toutes les juridictions. Nous préférons l'option B.

Tel que mentionné dans les commentaires américains, l'option A ne fonctionne pas car les agences de réglementation régissent habituellement l'intermédiaire et non le compte.

Canada would express a slight preference for the branch / office approach. From a Canadian perspective, the accounts approach creates a fiction and leads us in effect to the branch / office approach in any event. We must also recognize that the branch / office approach for example, in an electronic context, may also be a fiction. We recognize that both approaches, locating the account or branch / office pose certain difficulties from the perspective of traditional private international law rules. We would encourage the Conference to seek a pragmatic solution that will work for all jurisdictions. We would prefer Option B. As mentioned in the United States comments, Option A is unworkable because regulatory agencies typically regulate the intermediary, not the account.

Finland: The place of the account would seem to be better in line with the traditional *lex rei sitae* rule. The place of the account (or register) is the conflict of laws rule in the European Union legislation, *e.g.*, Article 9, paragraph 2 of the EU Settlement Finality Directive. It is in our interest to avoid situations where the Convention and European Union legislation are in potential conflict. See our March 2001 comments under Articles 3 and 4 (pp. 3-4) where we favoured an objective way to determine the place of the account. In practice this means backing a compromise model of letting parties to the custody agreement agree on the place of the account but at the same time requiring that the agreed place has to have a real connection to the place of the account and the operations of the intermediary. As we stated, we prefer a rule that is connected directly with the intermediary's regulatory obligations concerning the account. That is why we prefer Option A in both the "account approach" and "branch / office approach". The text is overall simpler and clearer than before so we are flexible toward both the approaches. Option C of the account approach, however, gives too much freedom of choice to the intermediary.

Germany: Unambiguous determination of the place of the relevant intermediary is one of the central issues of the Convention. Neither the "account approach", nor the "office approach" convinced the business representatives because the determination has been linked to additional distinctive criteria. On the one hand, a link was established with regulatory supervision of the maintenance of the account, and on the other, with supervision over the intermediary. However, since intermediaries with cross-border activities may be subject to supervision by more than one State, these links do not constitute suitable criteria. Following the *lex rei sitae rule*, the Federal Ministry of Justice has submitted a proposal for determining the place of the relevant intermediary which is oriented towards practical needs; See drafting proposal in Annex.

Greece: We are in favour of *the branch / office approach*, together with *Option B*, that is: "*The place of the relevant intermediary is the place of the office or branch of the relevant intermediary agreed between the account holder and the intermediary, provided that it is a place where the intermediary is subject to regulatory supervision*". In this way, two restrictions with regard to the choice of the relevant intermediary are placed on the parties: (a) The place of the relevant intermediary has to be contractually agreed between the parties, leaving no room for legal uncertainty and ambiguity, (b) Further to the contractual choice, certainty is corroborated by the administrative regulatory supervision on the intermediary.

Luxembourg: Les autorités luxembourgeoises sont d'avis qu'il faut favoriser une solution qui donne aux parties à un transfert la sécurité juridique nécessaire *a priori*. Il faut cependant éviter que les critères retenus ne puissent mener à des solutions sans rapport avec la réalité. Il faut donc que soit toujours maintenu un lien entre ce qui pourra être convenu par les parties et une certaine réalité. Il est cependant considéré que cette réalité doit être une réalité facilement vérifiable pour les parties à un contrat sans qu'elles n'aient à faire d'enquête poussée auprès de tiers et éventuellement d'administrations pour obtenir confirmation qu'elles ont choisi la loi appropriée. Dans ce contexte il est considéré que la référence à une « surveillance réglementaire » n'est pas de nature à atteindre le but recherché de la certitude a priori, mais peut être une source d'incertitudes supplémentaires pour les parties à une transaction. Ainsi se posera pour les pays membres de l'Union européenne la question de savoir si les succursales d'établissements de crédit établies dans un Etat membre y sont soumises à une surveillance réglementaire au sens de la Convention ou si cette surveillance réglementaire n'existe que dans le pays d'origine. Le renvoi à la surveillance réglementaire pourra également générer des débats sur la qualité de la surveillance, un tribunal pouvant éventuellement considérer qu'une surveillance effectuée dans un certain pays ne peut être considérée comme surveillance réglementaire au sens de la Convention faute de remplir certains standards. L'objection que, soit la convention des parties, soit une attestation, pourraient conduire à des abus, doit être écartée dans la mesure où la Convention ne peut pas raisonnablement prendre en considération l'hypothèse où les parties feraient de fausses déclarations ou agiraient en fraude. Si les parties le faisaient, elles engageraient leur responsabilité. La Convention doit partir de l'hypothèse de conventions conclues et d'attestations établies de bonne foi. La limitation décrite plus haut d'un certain critère de rattachement à un lieu où l'intermédiaire a un établissement devrait réduire de toute façon ce risque. See drafting proposal in Annex.

Spain: We consider preferable the "account approach". It is true that the location of an account is rather fictitious, but (a) it is quite common among practitioners to think of an account as something that is located in one place or another, that is, in one office or another; (b) the account, and not the branch, is the "thing" to which the securities are credited and where the dispositions are recorded; (c) it is a connecting factor already used in different laws (The Finality Directive, Article 9; or the Directive on the reorganisation and winding up of credit institutions, Article 24). We would prefer to keep coherence with these rules. Between Options A and B of the account approach, Option A seems preferable. It offers a clear element of the effectiveness of the location of the account. Nevertheless, some experts raised the following problem: what happens when the authorities of the place so agree does not "supervise" this account? This rule presumes that the account is subjected to supervision in the place of agreement according to the regulation of that place. But, at the end of the day, this supervision depends on the regulation in that place in that country. It may be that according to the law of the place agreed to by the parties, its authorities only supervise accounts which contain national securities. But they have no interest in supervising accounts which only maintain foreign securities. What will happen in this case? We consider that Option C is misplaced, and excessive. It is not a real alternative to A and B. It tries to establish a presumption in favour of good faith parties, that can be reasonable. But as it is now, it creates a lot of problems and goes much further than its purposes. What the rule says is that the intermediary can decide unilaterally where to locate the account and that this location is conclusive. The

rule does not require any real connection to the place designed in the certificate. Also, it contains a general rule, without requiring good faith in the parties concerned.

Switzerland: From the two basic approaches presented in Article 5, we prefer the "account approach," for it appears better suited to deal with current and possible future realities in the securities markets. We further suggest alternatively using both Option A and Option B so that it suffices that either of the two conditions is satisfied.

United States of America: The "branch / office approach" would work better than the "account approach" because it minimizes the use of fictions. The starting point of our challenge in this project is the fact that accounts have no location and that increasing globalisation of this business has led intermediaries to disperse the various aspects of account maintenance across jurisdictions so that there is no obviously "right" answer to the location question. We think that elimination of the concept of location of an account may be a helpful step. With respect to the "nexus" test, we strongly prefer some version of the Option B approach to the Option A approach. We believe that Option A (*"intermediary's maintenance of the securities account is subject to regulatory supervision"*) is unworkable, principally because regulatory agencies typically regulate the intermediary, not the account. With respect to Option B, we think that it could be improved. See drafting proposal in Annex. We understand that some have suggested that Option B could be improved by the addition of a requirement that *"the maintenance of that securities account forms part of that business in that place."* We strongly disagree with that suggestion. The suggestion is inconsistent with the entire concept of a "safe harbor" test to provide *ex ante* certainty. Asking whether the maintenance of a particular account is "part of the business of" a particular office or branch is not a useful test of the question of the location of the relevant intermediary, it is just restating the question. The only way one could decide whether the "is a part of the business of" test is satisfied is by the multi-factor inquiry described in the "basket" clause in Article 5(3). Thus, adding an undefinable concept like that as a condition to the operation of the safe harbor is equivalent to deleting the safe harbor test altogether and leaving only the "basket". There has been substantial concern expressed for some time that reliance on the basket does not lead to the necessary degree of *ex ante* certainty.

Bundesverband deutscher Banken: Determining unequivocally the place of the relevant intermediary is one of the key issues of the convention. It is extremely difficult to find a solution which provides certainty and will be easy to implement. In Article 5, the draft offers various options. These proposals are likely to give rise to difficulties in practice, however. We would like to elaborate on this point below. The draft first puts forward the "account approach" and the "branch / office approach". The branch / office approach seems to be the more direct. It assumes that a branch or office actually exists at the location in question. This element should, in any event, be considered so that determining the place of the relevant intermediary focuses at least to this extent on tangible factors, and not only on the arrangements made by the parties involved.

a) "Account approach", Option A: Under Option A of the account approach, the securities account is deemed to be maintained at the place of an office or branch of the relevant intermediary agreed between the account holder and the intermediary. A further criterion is that the intermediary's maintenance of the account is subject to regulatory supervision at this place. In principle, it is to be welcomed that another tangible element must exist alongside the presence of an office or branch. Supervision of the maintenance of the account is not a suitable criterion, however, and should therefore be dropped. In Germany, the above-mentioned section 17a *DepotG* also does not provide for this requirement. Custodians who are active on a cross-border basis, in particular, are often subject to the supervision of several countries. In the European Union, solvency supervision is normally determined by the home country and market supervision by the host country, though a certain amount of overlap cannot be excluded. On top of that, the creation of the European single market for financial services may also result in the establishment of a pan-European regulatory authority. Reference to the supervisory situation when determining the applicable law therefore introduces an element of uncertainty. The parties involved in dispositions of securities would first have to clarify comprehensively which authority was responsible for supervision – assuming that complete clarification of this point would be at all possible. Furthermore, it seems incongruous to make the private international law issue of determining the law applicable to a cross-border situation dependent on a previous clarification of supervisory questions. Determining the relevant location on the basis of regulatory criteria is therefore to be fundamentally rejected.

b) "Account approach", Option B: Option B of the "account approach" differs from Option A in that the intermediary itself, not the maintenance of the account, must be subject to regulatory supervision at the location in question. As explained above, supervision is not a suitable criterion to determine unequivocally the location of the relevant intermediary. If a determining factor is the supervision not just of a particular activity, but of the intermediary as a whole, the problem of double or multiple supervision is even exacerbated.

c) "Account approach", Option C: Option C of the "account approach" provides that a certificate issued by the intermediary will specify where the account is maintained. According to the text in brackets, either the intermediary's maintenance of the account or the intermediary itself must be subject to regulatory supervision at this location. The designation of a location on a certificate issued by the intermediary is unlikely to prove a suitable criterion. By ignoring the criteria of the account or the branch / office, there is no reference to any tangible factor. On the contrary, it is left to the discretion of the intermediary alone to designate the location at which the account is maintained. Moreover, the question arises as to how one can be sure that the same location is relevant to the maintenance of an account throughout the entire duration of a contract, such as a contract governing the provision of collateral, for example. In addition, as explained above, the possible addition of the supervision criterion would not help to clearly determine the applicable law. This option should definitely not be pursued further.

d) "Branch / office approach", Option A: Under Option A of the "branch / office approach", the place of the office or branch of the relevant intermediary agreed between the account holder and the intermediary is decisive, provided that the maintenance of the securities account is subject to regulatory supervision at this location. For the reasons outlined above, reference to regulatory prerequisites will, in very many cases, render it no easier to determine the applicable law, so this should not be made the standard approach.

e) "Branch / office approach", Option B: Option B of the "branch / office approach" differs from Option A in that the intermediary itself must be subject to regulatory supervision in the place agreed. As explained above, reference to supervision of the intermediary is likely to make it difficult to determine the applicable law, so this option should not be pursued.

f) Connecting factor: The connecting factor could be the office where the account is maintained. This is the place where crediting takes place, namely the place where the securities account is administered on the basis of the agreement to establish an account. This place can ultimately be determined by the account number on the statement of account. If it is not possible to identify the location of the account-maintaining office on the basis of this documentation, the place where the agreement to open an account was concluded could be taken as circumstantial evidence. A backup criterion might be the head office of the intermediary (administrative headquarters). The place of the head office is preferable to the registered seat indicated in the articles of association because linkage with an office which actually exists rather than with a registration or other formality is more in line with the methodology of the draft Convention's approach to focussing on the relevant intermediary. Furthermore, it would be inappropriate if, for example, a bank had its head (or possibly only) office in one country, but the laws of another country were applied because the bank had its legal seat in another country for reasons of company law, a typical constellation in certain situations. In Germany, section 17a *DepotG*, moreover, also focuses on the "head or branch office which maintains the account", not on the registered office. The further criteria in Article 5, paragraph 3, could then be dropped.

ISDA: While acknowledging the difficulties of locating an account, ISDA members nonetheless believe that the account approach may have some advantages over the branch / office approach. For example, some members believe it is intuitively more consistent with the traditional *lex rei sitae* rule and therefore may result in a formulation that is more acceptable to a broader range of jurisdictions. We believe it is premature to limit discussion to one approach or the other. See proposal in Annex.

Association of Global Custodians: We have focussed our attention solely on the text of Article 5 ("Determination of the place of the relevant intermediary"). While we recognise that other provisions raise important issues, Article 5 is the heart of the proposed Convention. In the Association's view, Article 5 should accomplish five important objectives:
– The standards by which the place of the relevant intermediary is determined should provide as much certainty as possible. If the Convention does not provide certainty with respect to the law applicable to interests in accounts held by an intermediary, it will not have attained its goals.
– All parties should have an objective and easily accessible way of determining the place of the relevant intermediary with respect to a particular account so that they can ascertain and protect their rights under the appropriate law. The risk that a court will hold, after the fact, that a security interest in an account was not validly perfected because the secured party relied on the wrong set of laws should be very limited. To the greatest extent possible, the rights of the third parties that have acted in good faith should be protected.
– The intermediary and the account holder should have reasonable latitude, consistent with the norms of international law, to select the office or branch of the intermediary at which the account is deemed to be maintained. While we recognize that this proposition is controversial, we believe that an agreement between the parties, subject to appropriate limitations on the location they may select, is the most workable solution to the problem of creating certainty.
– The Convention should not require the re-negotiation of existing custody agreements. Therefore, the Convention should contain a mechanism for establishing the place of the relevant intermediary under existing agreements.
– As a corollary, the Convention should also provide a mechanism for addressing changes in the location of an account. Third parties who have perfected their rights based on the original location should be afforded a reasonable opportunity, after receiving notice of the change, to re-perfect in the new location or otherwise to protect their interests.

Summary of the Association's Proposed Article 5: To implement these objectives, the Association has drafted a version of Article 5 that combines aspects of Options B and C of the "Account Approach" set forth in the "Annotated July 2001 Draft" circulated by the Permanent Bureau. The Association's proposal consists of a three-tiered framework for determining the place of the relevant intermediary.
– Tier #1: Agreement – As under Option B of the Account Approach, a securities account would be deemed maintained at the place of the office or branch of the relevant intermediary as agreed between the account holder and the intermediary. Third parties could rely on a "Notice of Agreement" issued by the intermediary specifying the place where the account is maintained. The Notice of Agreement concept is intended to provide certainty concerning the place to which the intermediary and the account holder have agreed, without requiring that the custody contract itself be delivered to third parties or that third parties concern themselves with issues regarding the validity of that contract.
– Tier #2: Certificate – Absent an agreement, the intermediary could issue a "Certificate of Place" designating the place of the office or branch where the securities account is maintained. This aspect of the proposal mirrors Option C of the Account Approach. Such certificates could be issued in the case of contracts that contain no agreement regarding the place of the account. Certificates of Place could therefore be employed with respect to both existing and future contracts that are silent on the place of the relevant intermediary. As in the case of Notices of Agreement, a third party could rely on such a certificate in determining how to protect its rights.
– Tier #3: Fall-back – In the event there is neither an agreement between the intermediary and the account holder concerning the place of the office or branch, nor a Certificate of Place issued by the intermediary, the parties (or a court) would look to a series of factors to determine the place where the account is maintained. Our proposal incorporates the factors in the July 2001 draft. However, under our proposal, the need to apply these factors should be rare, since it should always be possible for the intermediary to issue a certificate.

We recognize that the certificate approach, described in Tier #2, has been previously discussed and that there may be sentiment to limit the ability of intermediaries to issue certificates to a fixed period of time (*e.g.*, two years) following the effective date of the Convention. While we believe that it would be preferable to make the certificate option permanent, the most important function of intermediary certificates would be to avoid the need for amendments to existing contracts. We are open to debate and discussion as to whether this power should be permanent or time-limited.

Nexus Between the Intermediary and the Place of the Account: As noted above, the Association's proposal follows in form the "Account Approach" set forth in the July 2001 draft. The Account Approach provides that "*[t]he place of the relevant intermediary is the place where the securities account with that intermediary is maintained.*" A fundamental issue is, of course, the nature of the nexus required between the place specified in an agreement or certificate and the intermediary. Under the Association's

proposal, any place could be agreed upon between the parties, or designated in a Certificate of Place, provided that two requirements were met –
(1) the intermediary must have an office or branch (or other form of legal presence) in that place; and
(2) the intermediary must be either
(a) authorized to do business by a local regulatory authority in such place, or
(b) supervised by a local regulatory authority in such place.
The intent of this provision is to require that the intermediary have sufficient legal nexus to, and presence in, the place selected so that the intermediary would be subject to the jurisdiction of the local courts in litigation to enforce the rights of persons claiming an interest in the account. See proposal in Annex.

Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen: The comments re Article 5 are meant to be an input for further discussion and not an official Danish statement as to which solution should be preferred. Need for definition of "office" and "branch" (see *supra* Article 2(1)). It may be that any operation which is subject to regulatory supervision will always satisfy the (chosen) requirements for a(n) office / branch, but if that is the case there is no need for a(n) branch / office-requirement (that is Option C – last part – should be preferred). If there is a need for the Convention to uphold agreements with intermediaries, which are not subject to regulatory supervision, it could be considered (as Option D) simply to state that an account is maintained (located) in the State agreed between the account holder and the intermediary provided that the intermediary is subject to regulatory supervision in that State or the intermediary has a branch / office in that State (and consequently include a definition of office / branch, which requires an activity with human means). In any event, it would be useful to receive information on to which extent, *e.g.*, brokers that operate in different States are subject to regulatory supervision in all those States.

Czech Republic: "For the purpose of relevant intermediary's seat specification, we suggest to stipulate as a site of an intermediary an office or a branch of the intermediary, agreed mutually by an account holder and the intermediary. It is in this place where the intermediary will be subjected to a regulator."

Article 5: "protection of third parties"

Canada: La délégation canadienne est d'avis qu'il faut étudier la possibilité d'ajouter une disposition pour protéger les tierces parties qui doivent se fier à l'information provenant de l'intermédiaire pour savoir si les critères de connexité sont satisfaits. Nous appuyons la proposition américaine qui suggère d'adopter une version de l'option C en plus du test de base de l'option B. Cette suggestion semble être une solution utile pour résoudre l'incertitude.

The Canadian delegation is of the view that consideration must be given to adding a provision to protect third parties who must rely on the intermediary for information that the test has been satisfied. We would support the United States proposal that a version of the Option C approach be used in addition to the basic Option B test. This suggestion appears to be a useful mechanism to resolve uncertainty.

United States of America: We also suggest that – whatever language is ultimately devised for a nexus test – consideration be given to adding a provision to protect third parties who must rely on the intermediary for information that the test has been satisfied. Any nexus test will require some degree of investigation and legal analysis to determine whether the location identified in an account agreement would be effective under the Hague Convention. The facts needed to make that conclusion would presumably be knowable only to the securities intermediary that is maintaining the account. Third parties would have no way of independently determining whether the nexus test had been satisfied, even in cases in which the securities have been moved into a special pledge account that the intermediary maintains for the pledgee. Thus, any nexus test inherently compromises the objectives of certainty and transparency. To reduce this problem we suggest that a version of the Option C approach be used in addition to the basic Option B test. That is, the location rule would be based on agreement plus nexus, but another provision would state that a certification or representation by the intermediary that the nexus is satisfied is conclusive in favor of a person other than the intermediary. See drafting proposal in Annex.

Article 5: "existing documentation"

Canada: La délégation canadienne est fermement en faveur d'une règle transitoire pour traiter des ententes existantes.

The Canadian delegation strongly supports the need for a transitional rule to deal with the problem of existing agreements. We look forward to further discussions in this area.

Luxembourg: Il faudra également veiller à ce que la Convention prévoie un système pouvant résoudre le problème des contrats de dépôt conclus dès aujourd'hui et qui ne contiennent pas une désignation précise du lieu de tenue du compte. A cette fin la possibilité pour l'intermédiaire de produire une attestation pourrait constituer une solution fort utile.

Czech Republic: The Convention has to specify whether both existing and future rights are within its scope or whether it only applies to future agreements.

Spain: We consider necessary a rule dealing expressly with custody agreements already in place. That is, a rule establishing the application of the convention to those agreements. Otherwise, one could argue that the general rule is the non-retroactivity of the international conventions, and therefore that the Convention does not apply to those agreements. It is true that the Convention only deals with proprietary rights. But as long as the location can be decided by an agreement between the parties (with the limits set for in Article 5), there is a contractual element in it. The risk is that a judge might apply the general principle according to which, the contract and its clauses shall be governed by the law in place at the moment when the parties enter into it. And therefore, that the Convention does not apply to custody agreements signed before it. To prevent this interpretation it would be better to have a rule clarifying this point.

United States of America: We continue to believe that it is important to deal with the problem of existing agreements. We understand that some have suggested that in cases where there is no agreed location, a certification by the intermediary have the effect of an agreement. We would support that approach. In addition, this problem might be handled by a temporary "transition" rule. That is, we would pick a date, perhaps two years after the Convention becomes effective. With respect to account agreements executed before that date we would have special interpretive rules along the lines of those we have suggested before. See drafting proposal in Annex.

ISDA: The ideal rule would provide certainty for both future and existing agreements, without requiring a burdensome process of checking and / or (worse) amending existing agreements and without requiring onerous changes to the way securities account relationships are currently opened, maintained and documented. While not necessarily claiming to have achieved this in our proposals, we believe that this ideal should be kept in mind during further discussions on Article 5. See drafting proposals in Annex.

Article 5(3): fall-back rule based on objective factors

Finland: The closest connection test should be explicitly mentioned.

Article 5(3): fall-back rule based on objective factors

Spain: The relation between Article 5(3), the white list, and Article 5(4), the black list, is not clear. The inclusion of both lists may have sense when there is a general clause such as the "most closest connection" or something equivalent. Actually, the words of Article 5(3) (". . . the factors that may be considered . . .") seems to presume that kind of clause. But if this is so, it should be stated explicitly.

Finland: We would, as we stated in our March 2001 comments, delete reference to "*internal or external reporting purposes*". "*Regulatory and accounting purposes*" would be a sufficient factor.

Article 5(3): "basket" vs. "cascade"

Bundesverband deutscher Banken: Article 5, paragraph 3, lists further possible criteria in the event that the applicable law cannot be determined on the basis of paragraph 2. The possible criteria are listed in (a) to (e) in no order of precedence. Some individual sub-paragraphs even contain several different criteria to be used in determining the place of the relevant intermediary (for example Article 5, paragraph 3, sub-paragraph (a): "*regulatory, accounting or internal or external reporting*"). The question therefore arises whether this large number of different criteria will actually help to achieve legal certainty. If the final version allowed the listed criteria to be applied without any order of precedence, there would be a danger for the parties to the agreement that a court of law might later arrive at a different conclusion after weighing up the various factors. The parties to the agreement must, however, be in a position to determine the applicable law without expending unreasonable time and effort. This also goes for the collateral provider, who may be required by the laws of the relevant jurisdiction to assume certain responsibilities in order to ensure the provision of collateral is effective. A backup rule should therefore ensure that the applicable law may be determined as unequivocally as possible. The listed criteria should therefore not be presented without any order of rank and left to the discretion of the courts. Instead, they should apply in a descending order of precedence, so that the next lower-ranking criterion is considered only if it has not proved possible to determine the place of the relevant intermediary on the basis of the previous criterion on the list. In the event that no branch or office can be identified on the basis of the relevant documents, it would also be conceivable to focus on the place of the intermediary's head office (administrative headquarters), as outlined above under 8 (f).

Article 5(3)(a): "regulatory, accounting or internal or external reporting purposes"

Spain: This paragraph (a) can be problematic because it allows the intermediary to decide unilaterally where to place the account. The intermediary can move the account, even during the time the pledge is in place, and this can frustrate the legitimate expectancies of the holder or even third parties.

Article 5(3)(c)

Spain: Paragraph (c) is misplaced. If we are not wrong, this paragraph is dealing with situations where there is not an explicit location of the account, but an implicit location. That is, the Convention recognises the possibility that the court may, in the light of the custody agreement, find that the parties have made a real choice about the location of the account although this is not expressly stated in the contract. In this case, one can infer from the terms of the custody agreement that there is an implicit understanding by the parties about where the account is located. We think that the Convention should allow these implicit agreements, but this must be established in Article 5(1) or in a specific paragraph, but not in Article 5(3). Article 5(3) is dealing with the situation where there is neither explicit nor implicit agreement.

Article 5(3)(d)

Spain: Paragraph (d) has **two problems**: it raises the same risks as paragraph (a) and it overlaps in a way with Article 5(1), Option C (*supra*).

Article 5(3)(e): "applicable law"

Luxembourg; Spain: Il est proposé de supprimer le point (e) de l'article 5(3). La raison est d'une part que la clause de loi applicable est une clause qui souvent résulte d'un rapport de force établi entre parties et il faut donc éviter de lui donner trop d'importance et d'autre part le sous-point (c) couvre les termes mêmes de la convention et donc également la clause de loi applicable.

It is suggested to delete this provision. A choice of law clause may be imposed by the stronger party. One cannot give too much weight to this. Furthermore, sub-paragraph (c) covers the terms of the custody agreement and thus includes the choice of law clause. Paragraph (e) should be deleted: it does not offer an objective connecting factor, and it can provoke some confusion in a Convention which object is proprietary rights and where unlimited autonomy of the parties to locate the account is rejected.

Article 6 in general

Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen / Denmark: Also compare Article 6 with Articles 21 and 24 of EU Regulation on reorganisation and winding up of credit institutions; see also Danish comments under "in general".

Australia: The intended operation of Article 6, in particular its interaction with Articles 4 and 9, requires clarification. The prospect of PRIMA law overriding

domestic insolvency laws could give rise to sensitivities. Accordingly, Australia may wish to seek a reservation on the Article 6 insolvency exception. In particular, the following points may not be sufficiently clear when reading the current draft: Article 6(2) purports to preserve the application of some aspects of insolvency laws, in particular the ranking of claims, the avoidance of transactions and the enforcement of property rights. Is it sufficiently clear that these particular aspects are not in the nature of "proprietary rights" that Article 6(1) says are not affected by insolvency laws? If it is correct to assume insolvency laws *per se* do not affect proprietary rights in indirectly held securities then is Article 6(1) needed at all, in light of Article 4? Article 6(1) does not express what state's insolvency laws are referred to. Are they the PRIMA state's insolvency laws or a non-PRIMA state's insolvency laws? Is there still a problem with forum shopping where a relevant party is insolvent? Is Article 6(2) to be read subject to Article 9, so that even the types of insolvency laws referred to are overridden by PRIMA law unless the PRIMA law is mandatory contrary to public policy? Is this the intended operation, or was Article 6(2) supposed to "save" at least those elements of domestic insolvency laws?

Spain: In other comments on the Convention we have expressed our disagreement with Article 6 as it is now. We suggest two alternatives to this Article.

Version A

"(1) The opening of an insolvency proceeding in a foreign State shall not affect the proprietary rights of creditors or third parties in respect of an account right, constituted and perfected in accordance with the law of the place of the relevant intermediary.
(2) Paragraph 1 shall not preclude any action for voidness, voidability or unenforceability which may be taken to set aside acquisitions or dispositions of an account right under the law of the relevant intermediary."

Version B

"The effects of insolvency proceedings in a foreign State on the proprietary rights constituted and perfected in accordance with the law of the place of the relevant intermediary shall be governed solely by the law of the place of that relevant intermediary."

Version A is the rule of the European Regulation: the opening of an insolvency proceeding in a State *shall not affect* the rights *in rem* in respect of assets located in another State (Article 5 of the Regulation), nevertheless detrimental acts can be voided according to the *lex rei sitae* (Article 13 of the Regulation). Version B is the rule favoured by most of insolvency experts: the opening of an insolvency proceeding in a State *shall affect* the rights *in rem* in respect of assets located in another State, *but the effects are governed by the lex rei sitae*. That is, all relevant rules on insolvency of the *lex rei sitae* apply (not only those rules referring to detrimental acts, as in version A). See No 92 of the Explanatory Report to the European Regulation.

Switzerland: We consider the interrelation between the law identified by the proposed Convention and the *lex concursus* an exceedingly important aspect of the project and suggest that the possible impact of the various versions of Article 6 that have been discussed so far be studied further.

United States of America: We have several suggestions to clarify this Article. (Also the July draft used the older term "indirectly held securities" rather than the current defined term "securities held with an intermediary"):

(1) *The opening of an insolvency proceeding shall not affect the validity of ~~proprietary~~ property rights in respect of securities held with an intermediary [indirectly held securities] that have been constituted and perfected in accordance with the law of the place of the relevant intermediary.*

(2) *Nothing in this Article affects the application of:*
(a) *any rules of insolvency law relating to the ~~[~~ranking of categories of claim or to the~~]~~ avoidance of a disposition ~~transaction~~ as a preference or a transfer in fraud of creditors; or*
(b) *any rule~~s~~ of insolvency procedure relating to the enforcement of rights to property that ~~which~~ is under the control or supervision of an insolvency administrator.*

Article 6(1)

Finland: The wording of paragraph 1 is now clearer than before.

Article 6(1) (F)

Luxembourg: A l'article 6(1) la référence aux « titres intermédiés » devrait être remplacée par une référence à des « titres détenus auprès d'un intermédiaire ».

Article 6(1): "time factor"

Luxembourg: La clause en question ne couvre pour l'instant pas l'élément temporel du transfert et il est proposé de clarifier que la validité d'un droit réel n'est pas affectée dans la mesure où ce droit a été constitué avant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité.

Time factor needed: provision has to specify that the validity of a proprietary right is not affected if it has been established before the opening of the insolvency procedure.

Article 6(2)

Finland: On paragraph 2, see our March 2001 comments on Article 6 (p. 7). The Convention should not interfere with local insolvency laws. Additionally, we share the concern on the possible disharmony with the EU Insolvency Regulation. As a solution, we share the view of deleting paragraph 2 altogether.

Article 6(2)(a): "ranking of categories or claim"

United States of America: The bracketed phrase in Article 6(2) a) should be retained.

ISDA: Recommend the inclusion of these words (which are currently in square brackets).

Article 7

Finland: We appreciate the changed wording here.

Article 9 (title) F

Prof. Bucher: Why keep the words "*lois d'application immédiate*" in the title if they do not appear in the text of the provision?

Article 9 (in general)

Australia: At present there are mandatory perfection requirements for charges in Australia that conflict with Article 9(2) of the July draft. Consequently, Australia would need to be afforded the opportunity to make a reservation to Article 9(2). That being said, Australia may consider the trend in some other countries with similar legal regimes to remove such mandatory perfection requirements for securities held through intermediaries.

Article 9 (in general)

United States of America: The exclusion of perfection and priority rules should apply to the public policy clause as well as the mandatory rules clause, as follows:

"(1) The application of the law designated by the provisions of this Convention may be refused only if its application would be manifestly contrary to the public policy of the forum, other than policy relating to requirements with respect to perfection or relating to priorities, in relation to matters dealt with in this Convention.

(2) This Convention does not prevent the application of those provisions of the law of the forum which, irrespective of rules of conflict of laws, must be applied even to international situations, other than any provision imposing requirements with respect to perfection or relating to priorities."

Article 9 (in general)

Finland: We appreciate the new language of the public policy clause.

Article 9(1)

Prof. Bucher: Why limit the reference to the public policy of the *forum*?

Finland; Greece; Luxembourg: Amendment suggested by the Permanent Bureau in the comments on 9(1) is approved: only *effects* of application are to be taken into consideration.

Article 9(1): "effects of application of the designated law"

Finland: See our March 2001 comments.

Article 9(2) E+F

Prof. Bucher: Why use the word "effects" in the English text and not "results" like in the French text?

Le mot « même » est superflu.

Article 10: Federal clause

Australia: We have been informed that the Permanent Bureau intends setting up a subcommittee of interested Member States to work on appropriate language. We would welcome this initiative and would be happy to participate in such a subcommittee.

Greece: Option B preferred.

Article 10: Federal clause

United States of America: The United States delegation has a keen interest in the "Federal" clauses. Given the subject matter of the Convention, the issues raised by the Federal clauses have greater relevance than they might in other Hague Conventions. That may necessitate refinements to prior formulations of the Federal clauses. We are pleased that the July 2001 draft includes, as Option B, the draft we had previously suggested on the issue of conflicts among the units of a Multi-unit State. This is a critical issue. The issue is important not only for Multi-unit States such as the United States. Rather, the issue is important to all other States and all parties engaged in transnational securities transactions, because in any case where the rules of Article 5 identify the place of the relevant intermediary as a place within a Multi-unit State, the parties must be able to determine what rules govern the selection among the laws of such units. We do not think that Option A will work, because it neither deals with the situation of non-territorial units, such as federal versus state law in the United States, nor does it adequately identify the rules that other States are to apply to conflicts among the laws of a Multi-unit State. Our earlier draft (Option B) was intended to deal with those issues. On further reflection, we think that our earlier draft could be improved. One objective is to make the relationship between Articles 4 / 5 and Article 10 clearer. The basic concept is that Articles 4 and 5 deal only with identification of the law of the State, *e.g.*, the United States of America. If the Article 5 rules on place of the relevant intermediary point to place, *e.g.*, New York City or Boston, that is located within the United States of America, then Article 4 tells us only that the applicable law is the law of the United States of America. Since the United States of America comprises multiple units, one should look to Article 10 to decide which units' law applies. To make this point clearer, we suggest adding the phrase "of the State" in Article 1 and Article 4, as noted above. In addition to the possibility of having to select the laws of the different States of the United States, there is a likelihood in most cases of applying the Uniform Commercial Code as adopted by a particular State of the United States, which itself has conflict of laws rules that contradict the conflict of laws rules that would otherwise apply in that State. Moreover, Federal law and Federal conflict of laws rules apply in certain cases. Next, we suggest the following revision of our prior suggested text for Article 10:

The following rules apply if the place of the relevant intermediary, determined under Article 5, is located in a State within which the State and one or more of its territorial or other units have their own substantive rules of law or conflict of laws rules in respect of any matter dealt with in this Convention ("Multi-unit State"):

If a court in another State must decide a conflict of laws issue within a Multi-unit State, it shall do so under the following rules:

(a) If the Multi-unit State has made a declaration identifying the conflict of laws rules applicable within the Multi-unit State, the other State shall apply those rules.

(b) If the Multi-unit State has not made such a declaration, the other State shall apply the Convention to conflict of laws issues within that Multi-unit State.

(2) The Convention does not displace the conflict of laws rules applicable within a Multi-unit State to conflict of laws issues within that Multi-unit State.

Article 11

ISDA: Endorse the current draft.

Articles 14 and 15

United States of America: We suggest that it might be clearer if Article 14 dealt only with States, and Article 15 covered all issues concerning regional organizations. While we do not have an objection in principle, we have *not yet* formulated a position on the role of regional organizations, because it will be necessary to test the draft provisions of the draft Convention to determine whether there would be any difference in implementation if done through an organization acting as a party to the Convention rather than an individual State acting as a party to the Convention. We do note, however, that if regional organizations are included, it may not be wise to limit this to regional *economic integration* organizations.

Article 15

Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen / Denmark: See Danish comments under "in general".

Article 18

Czech Republic: Endorses principle of such a provision.

United States of America: Since a State's denunciation could have a significant impact on prior transactions and relations, we believe that a longer lead time should be required to enable parties to make adjustments. We suggest a minimum of six months for effectiveness of a denunciation.

Article 19: Other final clauses

Czech Republic: There needs to be a provision on conflicting instruments. See also Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen / Denmark.

PROPOSITIONS SOUMISES RELATIVES À L'ARTICLE 5
PROPOSALS SUBMITTED RE ARTICLE 5

AUSTRALIA

Proposal 1 (based on Option A in the July draft):

"*For the purposes of this Convention, the securities account is maintained at the place of the office or branch of the relevant intermediary agreed between the account holder and the relevant intermediary, provided that the relevant intermediary's [business][operations] of maintaining securities accounts [is][are] subject to regulatory [supervision] [oversight] in the place so agreed and the maintenance of that securities account forms part of the intermediary's business in that place.*"

Proposal 2 (based on Option B in the July draft):

"*For the purposes of this Convention, the securities account is maintained at the place of the office or branch of the relevant intermediary agreed between the account holder and the relevant intermediary, provided that the relevant intermediary's [business][operations] of maintaining securities accounts is subject to regulatory [supervision] [oversight] in the place so agreed.*"

Proposal 3 (based on Option C in the July draft):

"*For the purposes of this Convention, a certificate issued by the relevant intermediary as to the place where the securities account is maintained is conclusive, provided that the relevant intermediary's [business][operations] of maintaining securities accounts [is][are] subject to regulatory [supervision] [oversight] in the place so agreed and the maintenance of the securities account in question forms part of [that business][those operations] in that place.*"

Proposal 4 (based on Option C in the July draft):

"*For the purposes of this Convention, a certificate issued by the relevant intermediary as to the place where the securities account is maintained is conclusive, provided that the relevant intermediary's [business][operations] of maintaining securities accounts is subject to regulatory [supervision] [oversight] in the place so agreed.*"

GERMANY

(1) *The place of the relevant intermediary is determined by the office maintaining the account for the recipient of the disposition (transferee / pledgee) and effecting the crediting for the recipient's benefit so as to establish the latter's title.*

(2) *The office maintaining the account for the recipient of the disposition is determined:*

a) by the account number and bank code assigned to the securities account of the recipient of the disposition,

b) alternatively by the head office of the institution specified in the contract opening the securities account.

LUXEMBOURG

(1) *Le lieu de situation de l'intermédiaire pertinent est le lieu où le compte de titres du titulaire de compte auprès de cet intermédiaire est tenu.*

(2) *Le compte de titres est tenu au lieu désigné par l'intermédiaire pertinent dans une attestation ou au lieu convenu entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent, pour autant que l'intermédiaire pertinent ait au lieu désigné ou convenu un établissement ou une succursale.*

* * *

(1) *The place of the relevant intermediary is the place where the securities account of the account holder is maintained.*

(2) *The securities account is maintained at the place designated by the relevant intermediary in a certificate or at the place agreed between the account holder and the relevant intermediary, provided that the relevant intermediary maintains an office or branch at the designated or agreed place.*

UNITED STATES OF AMERICA

(place of the relevant intermediary)

The place of the relevant intermediary is the place of the office or branch of the relevant intermediary agreed between the account holder and the intermediary, provided that the intermediary's business of maintaining securities accounts is subject to supervisory oversight in the place so agreed ~~it is a place where the intermediary is subject to regulatory supervision.~~

(protection of third parties)

A certification or representation by the relevant intermediary stating that a particular branch or office is the place of the relevant intermediary under Article 5(x) [whatever section contains the agreement / nexus test] is conclusive in favour of a person other than the intermediary.

(existing documentation)

If an account agreement is entered into before the date two years after the effective date of this Convention and does not otherwise identify the location of the office or branch that maintains the account:

(1) a clause in the account agreement selecting the governing law shall be treated as an agreement that the account is maintained at a branch or office in the jurisdiction whose law is selected; and

(2) an identification of the intermediary as a particular branch or office, or other indication in the account agreement that the intermediary is acting by or through a particular branch or office, shall be treated as an agreement that the account is maintained at that branch or office.

ASSOCIATION OF GLOBAL CUSTODIANS

Article 5 Determination of the place of the relevant intermediary

(1) *The place of the relevant intermediary is the place where the securities account with that intermediary is maintained.*

(2)(a) *For the purposes of this Convention, the securities account is maintained at the place of the office or branch (or other form of legal presence) of the relevant intermediary agreed in writing between the account holder and the intermediary, provided that it is a place where the intermediary is authorized to do business, or where the intermediary is supervised, by a local regulatory authority.*

COMMENT #1: The account holder and the intermediary can agree on the place where the account is maintained. The parenthetical reference to other forms of legal presence is intended to incorporate evolving concepts of where an intermediary is located as electronic commerce, including internet-based banking, become more common.

COMMENT #2: The limitations on the ability of the account holder and the intermediary to agree on the place are that the place selected must (i) be the place of an office or branch (or other form of legal presence) of the intermediary, and (ii) be a place where the intermediary is either authorized to do business by a local regulatory authority, or supervised by a local regulatory authority. The intent of this provision is to require that the intermediary have sufficient legal nexus to, and presence in, the place selected so that the intermediary would be subject to the jurisdiction of the local courts in litigation to enforce the rights of persons claiming an interest in the account.

COMMENT #3: We intend that, if a court holds that the agreement concerning the place of the account is invalid because the place selected does not meet the requirements of Article 5(2)(a), or for any other reason, the selection of that place is still valid (with respect to rights that arose prior to the court's decision) as between the account holder and the intermediary. However, if one of these parties entered into the agreement regarding the selection of the place in bad faith, the place selection should be voidable at the option of the innocent party.

(b) If the intermediary and the account holder have agreed as to the place of the office or branch of the relevant intermediary as set forth in Article 5(2)(a), the intermediary may issue a notice ("Notice of Agreement" or "NOA") stating the place of such office or branch (or other form of legal presence). In determining the rights of any person who receives an NOA from the relevant intermediary and acts in reliance thereon, the account shall be deemed conclusively to be maintained at the place specified in the NOA.

COMMENT: The purpose of an NOA is to provide evidence upon which a third party can rely concerning the selection of an account location in the agreement between the intermediary and the account holder. By receiving an NOA, a third party avoids the need to review a copy of the agreement itself. An NOA is only conclusive as to the rights of a third party if that third party has received the NOA directly from the intermediary. That is, NOAs, or copies of NOAs, that are received from some other source (e.g., the account holder) do not have conclusive legal effect.

(c) *(i) If an account holder and an intermediary agree as to the place of the office or branch (or other form of legal presence) at which the account is maintained, and the intermediary subsequently ceases to maintain an office or branch (or other form of legal presence) in such place, or the intermediary ceases to be authorized to do business, or to be supervised, by a local regulatory authority in such place, the account shall continue to be deemed to be maintained at the place specified in the agreement unless and until the account holder and the intermediary agree otherwise.*

COMMENT: This provision preserves the effect of an agreement as to the place of the relevant office or branch that was valid when made, but subsequently becomes invalid. The parties should be afforded ample time to amend their agreement without jeopardizing rights based on the prior agreement.

(ii) A change in the agreement between the intermediary and the account holder as to the place of the office or branch (or other form of legal presence) at which the securities account is maintained shall have no effect on the rights of any person who has received an NOA from the intermediary pursuant to the prior agreement unless and until a reasonable period of time after such person has received actual notice of such change.

COMMENT #1: This provision preserves the rights of third parties who have not received notice of a change in the agreement between the account holder and the intermediary with respect to the place of the relevant office or branch. A change in the place of the account is not effective as to such a person until it has received actual notice of the change and has had a reasonable period of time to perfect its rights in the account or to otherwise protect its interests in light of the change. Invalidity of the selection of a place in the agreement between the intermediary and the account holder (e.g., as a result of a judicial holding that the place selected is inconsistent with Article 5(2)(a), or of a change in circumstances, such as the intermediary's ceasing to maintain an office or branch or other form of legal presence in that place) will not effect the rights of a third party who has received an NOA from the intermediary, except to the extent that, as a result of such invalidity, the parties amend the agreement and give notice of such amendment to the third party.

COMMENT #2: We intend that, unless the successors expressly agree otherwise, an agreement between an account holder and an intermediary as to the place at which the account is maintained shall be binding as between a successor in interest to either the intermediary or the account holder, or both, to the same extent as between the original parties to the agreement.

(3)(a) *If the relevant intermediary and the account holder have not agreed as to the place of the office or branch of the relevant intermediary as set forth in Article 5(2)(a), the intermediary may issue a certificate ("Certificate of Place" or "COP") designating the place of such office or branch (or other form of legal presence), provided that it is a place where the intermediary is authorized to do business, or where the intermediary is supervised, by a local regulatory authority.*

COMMENT #1: This provision provides a mechanism by which an intermediary can address the situation in which its agreement with an account holder does not specify the place of the relevant office or branch. A COP could be issued in the case of a custody agreement entered into prior to the adoption of the Convention, in the case of a post-Convention agreement that is silent with respect to the place of the relevant office or branch, or in the case of an agreement that contains a place selection that is invalid under Article 5(2). In these situations, the intermediary could designate the place of the relevant office or branch (or other form of legal presence) by issuing a COP. The intermediary's ability to designate a place would be limited by the same nexus requirements as limit the ability of the intermediary and an account holder to agree on a place.

COMMENT #2: We intend that, if the relevant intermediary has issued a COP as set forth in Article 5(3)(a), the place designated therein is conclusive as between the

intermediary and the account holder, unless the COP is contrary to the place selected in an agreement between the intermediary and the account holder in accordance with Article 5(2)(a). We also intend that a COP is conclusive with respect to the rights of a person (other than the account holder) who receives the COP directly from the intermediary and acts in reliance thereon.

COMMENT #3: We intend that, unless the successors expressly agree otherwise, a COP shall continue to be effective as between a successor in interest to either the intermediary or the account holder, or both, to the same extent as between the original parties to the agreement.

COMMENT #4: We intend that, if a court holds that the place designated in the COP is invalid for any reason, the designation of that place is still valid as between the account holder and the intermediary, unless it can be shown that the intermediary acted in bad faith in designating such place or in issuing the COP. In that event, the place designation should be voidable at the option of the account holder.

(b) *In determining the rights of any person who receives a COP (or a copy thereof) from the relevant intermediary and acts in reliance thereon, the account shall be deemed conclusively to be maintained at the place specified in the COP.*

COMMENT: A COP is only conclusive as to the rights of a third party if that third party has received the COP (or a copy) directly from the intermediary. That is, COPs, or copies of COPs, that are received from some other source (e.g., the account holder) do not have conclusive legal effect.

(c) (i) *If the relevant intermediary has issued a COP designating the place at which a securities account is maintained, and the intermediary subsequently ceases to maintain an office or branch (or other form of legal presence) in such place, or the intermediary ceases to be authorized to do business, or to be supervised, by a local regulatory authority in such place, the account shall continue to be deemed to be maintained at the place specified in the COP unless and until the intermediary rescinds the COP in writing.*

COMMENT: This provision preserves the effect of a COP that was valid when issued, but subsequently becomes invalid. The intermediary should be afforded ample time to issue a new COP without jeopardizing rights based on the prior designation.

(ii) *The rescission of a COP shall have no effect on the rights of any person who has received the COP (or a copy thereof) from the intermediary unless and until a reasonable period of time after such person has received actual notice of such rescission.*

COMMENT: This provision preserves the rights of third parties who have not received notice of the rescission of a COP. We intend that third parties should be able to rely on a COP in determining or perfecting their rights without having to perform additional due diligence concerning the validity of the COP. The intermediary and the account holder should have the burden of informing third parties of the rescission of a COP. The rescission of a COP is not effective as to a third party until it has received actual notice of the change and has had a reasonable period to protect its interests in light of the rescission. Invalidity of the designation of a place in a COP (e.g., as a result of a judicial holding that the place designated is inconsistent with Article 5(3)(a), or of a change in circumstances, such as the intermediary's ceasing to maintain an office or branch in that place) will not affect the rights of a third party who has received the COP from the intermediary, except to the extent that, as a result of such invalidity, the intermediary rescinds the COP and gives notice of such rescission to the third party.

(4)(a) *If the place of the relevant intermediary cannot be determined under paragraphs (2) or (3) of this Article 5, the factors that may be considered in determining the place of the relevant intermediary include the following:*

(i) the location of the office or branch (or other form of legal presence) where the relevant intermediary treats the securities account as being maintained for regulatory, accounting or internal or external reporting purposes;

(ii) the location of any office or branch (or other form of legal presence) of the relevant intermediary with which the account holder deals;

(iii) the terms of the custody agreement, account agreement or any other agreement relating to the securities account between the relevant intermediary and the account holder;

(iv) the terms of account statements or other reports prepared by the relevant intermediary that reflect the balance of the account holder's interest in the securities account; and

(v) the State whose law governs the agreement establishing the securities account.

(b) *In applying the provisions of this paragraph, no account shall be taken of the following factors:*

(i) the places where certificates representing or evidencing securities are located;

(ii) the places where any register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located;

(iii) the place where the issuer of the securities is organized or incorporated or has its statutory seat, central administration, principal place of business or its registered office;

(iv) the place where any intermediary other than the relevant intermediary is located; or

(v) the places where the technology supporting the bookkeeping or data processing for the securities account is located.

COMMENT: In the event that the intermediary and the account holder have not entered into an agreement with respect to the place of the relevant office or branch and the intermediary has not issued a COP, the place of the relevant office or branch would be determined by application of the factors in Article 5(4). We assume that the need to resort to these factors would arise only rarely.

ISDA

(2 alternative proposals; please note that each of these proposals, while favoured by some members of ISDA, remains under study by others.)

Proposal 1

Development of the various options set out under the "account approach" in the annotated July 2001 draft:

(1) The place of the relevant intermediary is the place where the securities account with that intermediary is maintained.

(2) For the purposes of this Convention, the securities account is maintained at the place of the office or branch of the relevant intermediary agreed between the account holder and the intermediary, provided that the [intermediary / intermediary's business] is subject to [regulation][regulatory supervision] in the place so agreed and that the maintenance of that securities account forms part of the intermediary's business in that place.

(3) If the place of the securities account cannot for any reason be determined under paragraph 2, a certificate issued by the relevant intermediary as to the place where the securities account is maintained is conclusive, provided that the relevant intermediary's business is subject to [regulation][regulatory supervision] in the place so agreed and that the maintenance of that securities account forms part of that business in that place.

(4) If the place of the securities account cannot for any reason be determined under paragraphs 2 or 3, then the factors that may be considered in determining that place including the following:

[The text of sub-paragraphs (a) to (e) of paragraph (3) of the annotated July draft to be inserted here]

(5) [The text of paragraph (4) of the annotated July draft to be inserted here]

Paragraph (2), as in the case of Options A and B under "account approach" in the annotated July 2001 draft of the Convention, relies on the agreement between the account holder and the intermediary to determine the location of the account. The proviso to Option A, however, relies on the idea that the "maintenance of the securities account" is subject to regulatory supervision. Some ISDA members felt that it is the intermediary or the business of the intermediary that is subject to regulatory supervision (or regulation – as indicated above, there was some discussion of which is the more accurate term) rather than the maintenance, per se, of securities accounts. Also, some ISDA members felt that the proviso to Option A does not necessarily ensure that the relevant securities account is actually located in the jurisdiction agreed between the account holder and the intermediary. (Other ISDA members, as noted above, consistently questioned whether it is possible to say that a securities account is "actually located" anywhere.) We understand that those who believe that some sort of constraint or "reality check" (in the words of your commentary) should be imposed on the agreement between the account holder and the intermediary do not currently believe that the proviso to Option B under "account approach" in the annotated July 2001 draft of the Convention is sufficient. On the other hand, those who believe strongly in the value of *ex ante* certainty are not entirely comfortable with the level of due diligence that may be necessary to match an account with a particular part of an intermediary's business, as may be required by proposal 1. *ISDA's first proposal attempts to deal with these concerns by focusing the proviso on the regulatory supervision (or regulation) of the intermediary's business, which seems to be a broadly acceptable formulation, while at the same time expressly tying the maintenance of the relevant securities account to the business of the intermediary regulated in that place.*

We recognise that our formulation may reflect a trade-off between the fundamental objective of achieving *ex ante* certainty and the objective of making the formulation compatible with a broad range of legal traditions, including those with a commitment to the *lex rei sitae* principle. We believe, however, that it may represent an acceptable trade-off between these two worthy goals, subject to further discussion and study.

In relation to pre-existing account or custody agreements, we believe that "agreed" does not necessarily need to be read as an explicit reference to the location of an account in the account or custody agreement between the account holder and the intermediary. The agreement may be implicit, but nonetheless ascertainable on the basis of verifiable facts. Some of those facts may well be instances of the factors set out in sub-paragraphs (a) to (e) to paragraph (3) the annotated July 2001 draft of the Convention. But other facts may also help establish the actual agreement of the parties in relation to the location of the account. An interpretative rule in relation to this point, as suggested in the commentary accompanying the July draft, is deserving of further consideration. As noted above, the ideal is to produce a rule that provides legal certainty for existing agreements without onerous due diligence or amendment.

Paragraph (3), which is a version of Option C under the "account approach", is another way of establishing *ex ante* certainty should paragraph (2) fail to produce a clear result. The proviso is designed to prevent the intermediary from certifying an arbitrary location of the securities account and to permit a reading of the provision consistent with a more traditional approach to the *lex rei sitae* rule. The fact that the intermediary is a regulated institution should provide further comfort that it may not act in an arbitrary manner in relation to this certification.

As can be seen, we endorse the "cascade" approach of the annotated July 2001 draft of the Convention and agree that the remaining paragraphs (numbered (4) and (5) in our first proposal) should only need to deal with a small number of cases.

Proposal 2

Our second proposal follows the text of our first proposal, except that paragraph (2) is amended to read in its entirety as follows:

(2) For purposes of this Convention, the securities account is maintained at the place of the office or branch of the relevant securities intermediary agreed between the account holder and the intermediary, provided that the intermediary is subject to, covenants to comply with, or does comply with, the duties of an intermediary with respect to the securities account and the account holder imposed by the laws of that place on intermediaries in the business of maintaining securities accounts in that place.

This alternative version of paragraph 2 prevents an agreement as to the account location from being effective for purposes of the Convention unless the intermediary acts or agrees to act in a way that is consistent with that agreement. For example, if the law of the agreed upon location requires intermediaries to have enough securities to satisfy the claims of all customers, to pass on the benefits of ownership to customers, or to record or report changes to the account in accordance with certain custody accounting rules, the intermediary would be required to comply or agree to comply with those requirements; otherwise, the agreement would not be determinative for purposes of the Convention. This approach may be superior to Proposal 1 in that it may impose a more potent constraint on the intermediary's behaviour, without undermining the goal of *ex ante* certainty.

Proposition de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

SOUMISE PAR LE BUREAU PERMANENT

Document préliminaire No 6 de novembre 2001

Proposition de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

Propositions de nouvel amendement au texte contenu dans le Document préliminaire No 3 de juillet 2001 (« projet annoté de juillet 2001 »)

(à désigner « projet de novembre 2001 »)

BREFS COMMENTAIRES

Dans le **titre**, la référence aux « droits réels » a été supprimée et remplacée par l'expression plus générale de « certains droits ». Cette modification tend à refléter plus précisément le fait que la loi désignée par PRIMA s'appliquera non seulement si les droits résultant de l'inscription de titres en compte sont des droits *réels,* mais aussi si ces droits sont contractuels ou de toute autre nature. Dès lors, PRIMA désignera la loi applicable pour déterminer la nature juridique des droits d'un teneur de compte envers son intermédiaire. Cette clarification est rendue explicite à l'**article 2(1)(*a*)**. La Convention opère dès lors de la façon suivante : la loi désignée par PRIMA détermine si les droits du teneur de compte sont de nature réelle, contractuelle ou autre. Si ces droits sont contractuels, la Convention n'a, dans un premier temps, pas d'autre effet et les règles générales de droit international privé sur les obligations contractuelles s'appliquent ; en revanche, si les droits contractuels du teneur de compte sont ensuite transférés ou constitués en sûreté en faveur d'une autre personne, la loi désignée par PRIMA détermine aussi les effets réels résultant d'une telle opération. La loi désignée par PRIMA s'applique en effet aux droits réels résultant de n'importe quel transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire. L'article 2(1)(*a*) – (*g*) contient une liste exhaustive de toutes les questions auxquelles la loi désignée par PRIMA s'applique. La lettre (*g*) apparaît entre crochets, étant donné qu'il est toujours incertain si une sûreté constituée sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire s'étend aux revenus, dividendes ou produits de cession ou de remboursements portés au crédit du compte de titres. Etant donné que l'article 2 est une disposition très importante, des commentaires sur ces diverses questions seraient particulièrement bienvenus.

La nouvelle rédaction de l'**article 1(4)** n'a pas pour objet d'apporter une quelconque modification matérielle. Elle tend simplement à exprimer plus clairement l'objet de cette disposition qui consiste à exclure du champ d'application de la Convention un système de détention direct particulièrement répandu dans les pays nordiques.

L'**article 4** est la disposition centrale du nouveau projet de texte. Elle énonce au paragraphe premier le principe PRIMA. Le paragraphe 2 a fusionné en une seule disposition les approches dites « du compte » et « de l'établissement ou de la succursale » proposées dans le « projet annoté de juillet 2001». Ceci constitue une modification significative, puisque la nouvelle disposition établit ainsi un important critère de réalité pour localiser l'intermédiaire : le lieu de l'intermédiaire pertinent ne peut être qu'un lieu où celui-ci a un établissement ou une succursale. Le paragraphe 3 propose **6 options différentes** pour déterminer le lieu de cet établissement ou succursale.

Les options A à E sont toutes fondées sur l'idée que le titulaire de compte et l'intermédiaire peuvent **convenir** du lieu de l'établissement ou de la succursale de l'intermédiaire qui tient le compte de titres. D'emblée, il y a lieu de souligner qu'en vertu de toutes les options A à E, un tel accord est sujet au critère de réalité contenu au paragraphe 2 (c'est-à-dire que l'intermédiaire doit avoir un établissement ou une succursale au lieu convenu entre les parties).

- Dans l'**option A**, la nécessité pour l'intermédiaire pertinent d'avoir un établissement ou une succursale au lieu convenu est la **seule** condition à un tel accord entre le titulaire de compte et l'intermédiaire.

- Dans les **options B à E**, différentes propositions sont faites pour poser un critère de réalité *supplémentaire* qui doit être satisfait :

  ° Dans l'**option B**, *l'intermédiaire pertinent lui-même* doit être assujetti à un pouvoir de surveillance au lieu convenu.

  ° Dans l'**option C**, la *tenue du compte par l'intermédiaire pertinent* doit être assujettie à un pouvoir de surveillance au lieu convenu.

  ° Dans l'**option D**, l'*activité de tenue de compte par l'intermédiaire* doit être assujettie à un pouvoir de surveillance au lieu convenu.

  ° Enfin, dans l'**option E**, l'*intermédiaire pertinent doit être assujetti aux obligations relatives aux comptes de titres imposées par les lois du lieu convenu aux intermédiaires tenant des comptes de titres dans ce lieu ou s'engager à respecter ces obligations.*

- Toutes les **options A à E** suggèrent, entre crochets, **une première règle subsidiaire :** en l'absence d'un accord entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent sur le lieu de l'établissement de la succursale de l'intermédiaire tenant le compte de titres, l'intermédiaire pertinent peut émettre un certificat attestant du lieu de son établissement ou de sa succursale qui tient le compte de titres.

- L'**option F** est basée sur une approche **purement objective** : le lieu de l'intermédiaire pertinent est identifié par le numéro de compte et le code banque ou en l'absence d'un tel code, par tout autre code d'identification attribué au compte de titres. En l'absence d'une telle identification, le lieu de l'intermédiaire pertinent est le lieu de son établissement principal. Là encore, le critère de réalité contenu au paragraphe 2 demeure applicable.

En vue de préparer de manière aussi efficace que possible la réunion de janvier et de réduire le nombre d'options à discuter, le Bureau Permanent serait très reconnaissant aux Etats membres et aux observateurs s'ils pouvaient indiquer **laquelle des options contenues à l'article 4(3) ils préfèrent, quelles options ils pourraient également accepter, et quelles options ils rejettent clairement**. Vu qu'il s'agit de la disposition clé de la Convention proposée, il est primordial – si nous voulons atteindre nos objectifs en janvier 2002 – que nous trouvions une ou plusieurs solutions acceptables dans tous les systèmes juridiques.

L'**article 4(4)** a pour objet la protection de toute partie autre que l'intermédiaire pertinent qui se fie aux informa-

Tentative Text on Key Provisions for a Future Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary

SUBMITTED BY THE PERMANENT BUREAU

Preliminary Document No 6 of November 2001

Tentative Text on Key Provisions for a Future Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary

Suggestions for further amendment of the text contained in Preliminary Document No 3 of July 2001 ("annotated July 2001 draft")

(to be referred to as the "November 2001 draft")

BRIEF EXPLANATIONS

In the **title**, the reference to "proprietary" rights has been removed and replaced by the more general expression "certain" rights. This change is intended to reflect more adequately the fact that the law designated by PRIMA will not only apply if the rights resulting from the credit of securities to a securities account are *property* rights, but also if they are contractual or of any other nature. Hence, PRIMA will be the law to look at when determining the legal nature of an investor's rights vis-à-vis its intermediary. This clarification is made explicit in **Article 2(1)(a)**. The way the Convention operates is, therefore, as follows: The law designated by PRIMA will determine whether the investor's rights are property, contractual or other rights. If the rights are contractual, the Convention has at this point of time no further effect and the normal private international law rules on contractual obligations apply; however, if the investor's contractual rights are then transferred or granted as a security interest to another party, the law designated by PRIMA will also determine the property rights resulting from such a disposition. The law designated by PRIMA will indeed apply to property rights resulting from any disposition of securities held with an intermediary. All the issues covered by the PRIMA law are enumerated in an exhaustive list contained in Article 2(1)(a)-(g). Subparagraph (g) appears in brackets, as it is still open whether the pledge of securities held with an intermediary extends to income, dividends and sale or redemption proceeds that are credited to a securities account. As Article 2 is a very important provision, comments on these various issues would be particularly welcome.

The new language in **Article 1(4)** is not intended to introduce any substantive change, but merely to express more clearly the underlying idea of the provision, which is to exclude a direct holding pattern that is particularly common in Nordic States from the Convention's scope of application.

Article 4 is the core provision of the new draft. It states in paragraph 1 the PRIMA principle. Paragraph 2 has merged into one provision the "account" and "branch / office" approaches suggested in the "annotated July 2001 draft". This is an important change, as the new provision establishes a significant reality test to localise the intermediary: the place of the relevant intermediary can only be a place where the latter has an office or branch. Paragraph (3) contains **6 different options** on how to determine the place of this office or branch.

Options A to E are all based on the idea that the account holder and the intermediary can **agree** on the place of the intermediary's office or branch maintaining the securities account. At the outset, one has to stress that under all Options A to E, such an agreement is subject to the reality test contained in paragraph 2 (*i.e.*, the intermediary must have an office or a branch at the place agreed between the parties).

- In **Option A**, the necessity for the intermediary to have an office or branch at the place agreed is the *only* qualification to the agreement between the account holder and the intermediary.
- In the **Options B to E** different language is suggested to express an *additional* reality test that has to be fulfilled:
  - In **Option B**, the *intermediary itself* has to be subject to supervisory oversight.
  - In **Option C**, the relevant intermediary's *maintenance of the securities account* has to be subject to supervisory oversight.
  - In **Option D**, relevant intermediary's *business of maintaining securities accounts* has to be subject to supervisory oversight.
  - Finally, in **Option E**, the relevant intermediary has to be *subject to* or to *agree to comply with duties imposed by the laws of that place on intermediaries maintaining securities accounts in that place.*
- All the **Options A to E** suggest, in square brackets, a **first fall-back rule:** in the absence of an agreement between the account holder and the relevant intermediary on the place of the relevant intermediary's office or branch maintaining the account, the relevant intermediary may issue a **certificate** attesting the place of this office or branch.
- **Option F** is based on a **purely objective approach**: the place of the relevant intermediary is identified by the account number and bank code or, if there is no such code, any other identification code, assigned to the securities account. If there is no place so identified, the place of the relevant intermediary is the place of its head office. Here again, the reality test embodied in paragraph 2 remains applicable.

With a view to prepare as effectively as possible the January meeting and to reduce the number of Options to be discussed, the Permanent Bureau would be most grateful if Member States and observers could indicate **which of the Options contained in Article 4(3) they prefer, which Options they could also accept, and which Options they clearly reject.** As the key provision in the proposed Convention, it is crucial that we find one or more solutions that are acceptable in all legal systems if we are to achieve our goal in January 2002.

Article 4(4) is intended to protect all parties other than the relevant intermediary who rely on information con-

tions contenues dans une attestation émise ou une déclaration faite par l'intermédiaire pertinent portant sur la condition d'un « assujettissement à un pouvoir de surveillance » contenue aux options B, C, D ou E (les options A et F ne figurent pas dans cette liste puisqu'elles ne renvoient pas à de telles conditions). En vertu de cette disposition, toute partie peut s'attendre à ce que l'information contenue dans **l'attestation ou la déclaration** soit exacte. La disposition figure entre crochets, puisque le principe d'une telle règle n'a jamais été discuté en séance plénière.

Il est important de souligner que l'article 4(4) ne renvoie pas à la totalité du paragraphe des options B, C, D ou E, mais uniquement à la partie portant sur la condition relative au « pouvoir de surveillance ». En revanche, il a aussi été proposé que l'intermédiaire pertinent puisse émettre un **avis d'accord** énonçant le lieu de son établissement ou de sa succursale qui tient le compte de titres. Un tel avis d'accord ne porterait que sur le texte *précédent* la condition relative au pouvoir de surveillance. Le principal avantage pratique d'un tel avis d'accord est qu'il permettrait aux parties à un contrat de conservation de titres d'informer des créanciers bénéficiaires d'une sûreté ou d'autres parties intéressées du lieu de l'intermédiaire pertinent sans être obligées de dévoiler l'ensemble du contenu du contrat de conservation. Là encore, des commentaires sur ce point précis seraient particulièrement bienvenus.

Pour un commentaire détaillé des **articles 9 (clauses fédérales d'extension) et 10 (clauses fédérales d'interprétation sur le droit applicable)** veuillez consulter le Document préliminaire No 4. Les deux options contenues à l'article 10 adoptent la même approche : si, en vertu de l'article 4, la loi applicable est la loi d'un Etat comprenant plusieurs unités territoriales et dans lequel sont en vigueur des règles identifiant les lois ou l'ensemble des règles de droit applicable, ces lois ou l'ensemble des règles de droit sont applicables. La différence entre les deux options est que dans l'option A cette approche résulte directement de l'article 10, alors qu'en vertu de l'option B, l'Etat doit faire une déclaration à cet effet.

L'**article 17** est une règle transitoire et porte sur la question de savoir si la Convention s'applique dans un Etat contractant à un transfert conclu *avant* l'entrée en vigueur de la Convention dans cet Etat **(contrats de conservation existants)**. Cette disposition apparaît entre crochets puisqu'elle n'a jamais été discutée en séance plénière. En outre, il va sans dire que le libellé final de cette disposition est sujet au texte final de l'article 4. L'article 17 proposé est fondé sur une proposition faite par les Etats-Unis (voir tableau récapitulatif) ; en revanche, contrairement à la proposition initiale, le texte proposé à l'article 17 n'est pas fondé sur un mécanisme de déclaration. Les alinéas 2(*c*)(*i*) et (*ii*) ont été placés entre crochets puisque ces dispositions sont particulièrement délicates dans ce contexte.

[. . .]

Article 1 Définitions et interprétation

(1) Dans la présente Convention :

« titres » désigne toutes actions, obligations ou autres actifs ou instruments financiers, ou tout droit s'y rapportant ;

« intermédiaire » désigne toute personne qui, à des fins professionnelles, tient des comptes de titres pour autrui ou pour compte propre, et agit en cette qualité ;

« intermédiaire pertinent » désigne l'intermédiaire avec lequel le titulaire de compte a conclu une convention pour la tenue d'un compte de titres ;

« compte de titres » désigne un compte auprès d'un intermédiaire au crédit duquel sont inscrits des titres ;

« titres détenus auprès d'un intermédiaire » désigne les droits résultant de l'inscription de titres en compte de titres, que ces droits soient de nature réelle, contractuelle ou autre ;

« titulaire de compte » désigne la personne au nom de laquelle un intermédiaire tient un compte de titres ;

« transfert » désigne tout transfert de propriété, pur et simple ou à titre de garantie, ainsi que toute constitution de sûreté, avec ou sans dépossession ;

« opposabilité » signifie l'accomplissement de toute formalité nécessaire en vue d'assurer la pleine efficacité d'un transfert envers toute personne qui n'est pas partie à ce transfert ;

« administrateur de l'insolvabilité » désigne une personne ou un organisme, même désigné(e) à titre provisoire, habilité(e) dans une procédure d'insolvabilité à administrer le redressement ou la liquidation des actifs ou des activités du débiteur ;

« procédure d'insolvabilité » désigne une procédure collective, judiciaire ou administrative, y compris une procédure provisoire, dans laquelle les actifs et les activités du débiteur sont soumis à contrôle ou supervision d'un tribunal ou d'une autre autorité compétente aux fins de redressement ou de liquidation.

(2) Toute référence dans cette Convention à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend un transfert en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte[, y compris un transfert en vertu de la loi].

(3) Toute référence dans cette Convention à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend un transfert ayant comme objet un compte de titres.

(4) Une personne n'est pas considérée comme intermédiaire au sens de la présente Convention pour la seule raison

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

(b) qu'elle tient dans ses propres registres des écritures au sujet de titres crédités à un compte de titres tenu par un intermédiaire au nom d'autres personnes pour lesquelles elle agit comme gérant, agent ou dans une autre qualité administrative.

Article 2 Portée de la Convention et de la loi applicable

(1) La présente Convention détermine la loi applicable aux questions suivantes en rapport avec des titres détenus auprès d'un intermédiaire :

(a) si les droits résultant de l'inscription de titres en compte de titres sont de nature réelle, contractuelle ou autre ;

(b) la nature juridique d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire et les droits réels qui résultent d'un tel transfert ;

tained in a certificate issued or representation made by the relevant intermediary with regard to the proviso on "supervisory oversight" contained in Options B, C, D or E (Options A and F are not mentioned in the brackets because they have no such proviso). According to this provision, any party is enabled to assume that the information contained in the **certificate or representation** is accurate. The provision appears in brackets, as the principle of such a rule has never been discussed by the Plenary.

It is important to note that Article 4(4) does not relate to the entire paragraph of Options B, C, D or E, but only to the *proviso* contained therein. It has, however, also been suggested that the relevant intermediary might issue a **Notification of Agreement (NoA)** stating the place of its office or branch maintaining the securities account. Such a NoA would therefore only relate to the text *preceding* the proviso. The main practical advantage of such a NoA is that it would allow parties to a custody agreement relating to a securities account to be able to inform secured creditors and other interested parties of the place of the relevant intermediary without having to make available the full custody agreement. Again, comments on this issue would be particularly helpful.

For a detailed comment on **Articles 9 (Federal State extension clause) and 10 (Federal State interpretation clause on applicable law)**, see Preliminary Document No 4. Both Options of Article 10 are based on the same approach: if, as a result of Article 4, the applicable law is the law of a State which comprises several territorial units and in which there are rules identifying which law or set of rules of law is applicable, that law or set of rules of law applies. The difference between the two Options is that in Option A the approach follows directly from Article 10, whereas in Option B, the State has to make a declaration to that effect.

Article 17 is a transitional rule and addresses the issue whether the Convention applies in a Contracting State to dispositions concluded *before* the entry into force of the Convention for that State **(existing documentation)**. The provision appears in brackets, as it has never been discussed by the Plenary. Also, it goes without saying that the final text of this provision is subject to the ultimate wording of Article 4. The suggested draft of Article 17 is based on a proposal made by the United States (see accompanying chart); contrary to that proposal, however, the text suggested in Article 17 is not based on a declaration mechanism. Paragraphs 2(c) (i) and (ii) have been put in brackets, as these provisions are particularly sensitive in this context.

[. . .]

Article 1 Definitions and interpretation

(1) In this Convention –

"securities" means any shares, bonds or other financial assets or instruments, or any interest therein;

"intermediary" means a person that in the course of business maintains securities accounts either for others or for its own account and is acting in that capacity;

"relevant intermediary" means the intermediary with whom the account holder maintains the securities account;

"securities account" means an account with an intermediary to which securities are credited;

"securities held with an intermediary" means the rights of an account holder resulting from a credit of securities to a securities account, whether such rights are property, contract, or other rights;

"account holder" means a person in whose name an intermediary maintains a securities account;

"disposition" means any transfer of title whether outright or by way of security and any grant of a security interest whether possessory or non-possessory;

"perfection" means completion of any steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition;

"insolvency administrator" means a person, including one appointed on an interim basis, authorised in an insolvency proceeding to administer the reorganization or liquidation of the debtor's assets or affairs;

"insolvency proceeding" means a collective judicial or administrative proceeding, including an interim proceeding, in which the assets and affairs of the debtor are subject to control or supervision by a court or other competent authority for the purpose of reorganisation or liquidation.

(2) References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include a disposition[, as well as a transfer by way of operation of law,] in favour of the account holder's intermediary.

(3) References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include a disposition of a securities account.

(4) A person shall not be considered an intermediary for the purposes of this Convention merely because –

(a) it acts as registrar or transfer agent for an issuer of securities; or

(b) it records in its own books details of securities credited to securities accounts maintained by an intermediary in the names of other persons for whom it acts as manager or agent or otherwise in a purely administrative capacity.

Article 2 Scope of the Convention and of the applicable law

(1) This Convention determines the law applicable to the following issues in respect of securities held with an intermediary –

(a) whether the rights resulting from the credit of securities to a securities account are property, contract, or other rights;

(b) the legal nature of a disposition of securities held with an intermediary, and the property rights resulting from such a disposition;

(c) les éventuelles conditions d'opposabilité d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(d) si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire peut être primé par ou subordonné à un droit concurrent ;

(e) les éventuelles obligations d'un intermédiaire envers une personne qui revendique des droits concurrents sur des titres détenus auprès de cet intermédiaire ;

(f) les éventuelles formalités requises pour la réalisation d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

[(g) si une sûreté constituée sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire s'étend aux revenus, dividendes ou produits de cession ou de remboursement portés au crédit du compte de titres.]

(2) Cette Convention ne détermine pas :

(a) les droits et obligations contractuels des parties à un transfert de titres ;

(b) les droits et obligations contractuels découlant des relations entre un intermédiaire et un titulaire de compte ; ou

(c) les droits et obligations d'un émetteur de titres ou d'un agent de registre ou de transfert d'un tel émetteur.

Article 3 Caractère international d'une situation (champ d'application territorial de la Convention)

La présente Convention s'applique dans toutes les situations comportant un conflit entre les lois de différents Etats.

Article 4 Détermination de la loi applicable

(1) La loi applicable aux questions mentionnées au paragraphe premier de l'article 2 est la loi du lieu de situation de l'intermédiaire pertinent.

(2) Le lieu de situation de l'intermédiaire pertinent est le lieu de son établissement ou de sa succursale qui tient le compte de titres.

(3) Pour les besoins de la présente Convention, ce lieu est

Option A (lieu convenu [+ attestation])

le lieu convenu entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent [ou, en l'absence d'un tel accord, le lieu attesté par l'intermédiaire pertinent].

Option B (lieu convenu [+ attestation] et intermédiaire pertinent assujetti à un pouvoir de surveillance)

le lieu convenu entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent [ou, en l'absence d'un tel accord, le lieu attesté par l'intermédiaire pertinent,] pour autant que [dans chaque cas] l'intermédiaire pertinent y soit assujetti à un pouvoir de surveillance.

Option C (lieu convenu [+ attestation] et tenue du compte par l'intermédiaire pertinent assujettie à un pouvoir de surveillance)

le lieu convenu entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent [ou, en l'absence d'un tel accord, le lieu attesté par l'intermédiaire pertinent,] pour autant que [dans chaque cas] la tenue du compte par l'intermédiaire pertinent y soit assujettie à un pouvoir de surveillance.

Option D (lieu convenu [+ attestation] et activité de tenue de comptes par l'intermédiaire pertinent assujettie à un pouvoir de surveillance)

le lieu convenu entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent [ou, en l'absence d'un tel accord, le lieu attesté par l'intermédiaire pertinent,] pour autant que [dans chaque cas] l'activité de tenue de comptes par l'intermédiaire y soit assujettie à un pouvoir de surveillance.

Option E (lieu désigné [+ attestation] et intermédiaire pertinent assujetti ou s'engage à respecter obligations imposées par la loi de ce lieu aux intermédiaires y tenant des comptes)

le lieu convenu entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent [ou, en l'absence d'un tel accord, le lieu attesté par l'intermédiaire pertinent,] pour autant que [dans chaque cas] l'intermédiaire pertinent soit assujetti aux obligations relatives au compte de titres imposées par les lois de ce lieu aux intermédiaires tenant des comptes de titres dans ce lieu ou qu'il s'engage à respecter ces obligations.

Option F (lieu désigné par numéro d'identification ; établissement principal)

le lieu désigné par le numéro de compte et le code banque ou, en l'absence d'un tel code, tout autre code d'identification, attribué au compte de titres ; ou, en l'absence d'un lieu ainsi désigné, le lieu de l'établissement principal de l'intermédiaire pertinent.

[(4) Fait foi en faveur de toute personne autre que l'intermédiaire pertinent une attestation ou une déclaration de l'intermédiaire pertinent certifiant que les conditions [de l'option B, C, D ou E] sont remplies.]

(5) Si le lieu de situation de l'intermédiaire pertinent ne peut être déterminé selon le paragraphe 3, ce lieu est

Option A (administration centrale)

le lieu où l'intermédiaire pertinent a son administration centrale.

(c) the requirements, if any, for perfection of a disposition of securities held with an intermediary;

(d) whether a person's title to or other interest in securities held with an intermediary is overridden by or subordinated to a competing title or other interest;

(e) the duties, if any, of an intermediary to a person who asserts a competing title to or other interest in securities held with that intermediary;

(f) the steps, if any, required for the realisation of a disposition of securities held with an intermediary; and

[(g) whether a pledge of securities held with an intermediary extends to income, dividends and sale or redemption proceeds that are credited to the securities account.]

(2) This Convention does not determine –

(a) the contractual rights and duties of parties to a transaction in securities;

(b) the contractual rights and duties arising from relations between an intermediary and an account holder; or

(c) the rights and duties of an issuer of securities or of an issuer's registrar or transfer agent.

Article 3 Internationality (territorial scope of application of the Convention)

This Convention applies in all cases involving a choice between the laws of different States.

Article 4 Determination of the applicable law

(1) The law applicable to the issues specified in paragraph 1 of Article 2 is the law of the place of the relevant intermediary.

(2) The place of the relevant intermediary is the place of its office or branch which maintains the securities account.

(3) For purposes of this Convention, that place is

Option A (place agreed [+ certificate])

the place agreed between the account holder and the relevant intermediary [or, in the absence of such agreement, the place certified by the relevant intermediary].

Option B (place agreed [+ certificate] and relevant intermediary subject to supervisory oversight)

the place agreed between the account holder and the relevant intermediary [or, in the absence of such agreement, the place certified by the relevant intermediary], provided that [in either case] the relevant intermediary is subject to supervisory oversight in that place.

Option C (place agreed [+ certificate] and relevant intermediary's maintenance of the securities account subject to supervisory oversight)

the place agreed between the account holder and the relevant intermediary [or, in the absence of such agreement, the place certified by the relevant intermediary], provided [in either case] that the relevant intermediary's maintenance of that securities account is subject to supervisory oversight in that place.

Option D (place agreed [+ certificate] and relevant intermediary's business of maintaining securities accounts is subject to supervisory oversight)

the place agreed between the account holder and the relevant intermediary [or, in the absence of such agreement, the place certified by the relevant intermediary], provided that [in either case] the relevant intermediary's business of maintaining securities accounts is subject to supervisory oversight in that place.

Option E (place agreed [+ certificate] and relevant intermediary subject to or agrees to comply with duties imposed by the laws of that place on intermediaries maintaining securities accounts in that place)

the place agreed between the account holder and the relevant intermediary [or, in the absence of such agreement, the place certified by the relevant intermediary], provided that [in either case] the relevant intermediary is subject to or agrees to comply with the duties of an intermediary with respect to the securities account imposed by the laws of that place on intermediaries maintaining securities accounts in that place.

Option F (place designated by identification number; head office)

the place identified by the account number and bank code or, if there is no such code, any other identification code, assigned to the securities account; or, if there is no place so identified, the place of the head office of the relevant intermediary.

[(4) A certification or representation by the relevant intermediary that the proviso in [Option B, C, D or E] is satisfied in favour of a person other than the relevant intermediary.]

(5) If the place of the relevant intermediary cannot be determined under paragraph 3, that place is

Option A (central administration)

the place where the relevant intermediary has its central administration.

Option B (liens les plus étroits)

le lieu de l'établissement ou de la succursale de l'intermédiaire pertinent avec lesquels le compte de titres a les liens les plus étroits.

[Si l'option B était retenue, la « liste noire » suivante devrait être ajoutée :

(6) Pour les besoins de l'application du paragraphe précédent, il ne sera pas tenu compte des facteurs suivants :

(a) le lieu où les certificats représentant ou matérialisant les titres sont situés ;

(b) le lieu où est tenu par, ou pour le compte de, l'émetteur des titres le registre des titulaires de ceux-ci ;

(c) le lieu de constitution de l'émetteur de titres, de son siège statutaire, de son administration centrale ou de son principal établissement ;

(d) le lieu de situation de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent ; ou

(e) le lieu où les installations de traitement de données et de comptabilité du compte de titres sont situées.]

Article 5 Insolvabilité

(1) L'ouverture d'une procédure d'insolvabilité en vertu d'une loi autre que celle du lieu de situation de l'intermédiaire pertinent n'affecte pas un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire qui a été effectué et rendu opposable conformément au droit du lieu de situation de l'intermédiaire pertinent.

(2) La présente Convention ne porte pas préjudice à l'application :

(a) de toute règle du droit de l'insolvabilité relative [au rang des catégories de créances ou] à la nullité d'un transfert effectué au mépris des règles sur la période suspecte ou en fraude des droits des créanciers ; ou

(b) des règles de procédures d'insolvabilité relatives à la mise en œuvre de droits sur un bien qui est sous le contrôle ou la supervision d'un administrateur de l'insolvabilité.

Article 6 Applicabilité générale de la Convention

La présente Convention est applicable même si la loi qu'elle désigne est celle d'un Etat non contractant.

Article 7 Exclusion du renvoi

Au sens de la présente Convention, le terme « loi » désigne le droit en vigueur d'un Etat, à l'exclusion des règles de conflit de lois.

Article 8 Ordre public et lois d'application immédiate

(1) L'application de la loi désignée par les dispositions de la présente Convention ne peut être écartée que si elle conduirait à un résultat manifestement contraire à l'ordre public du for.

(2) La présente Convention ne porte pas atteinte aux dispositions de la loi du for dont l'application s'impose même aux situations internationales, quelle que soit la loi désignée par les règles de conflit de lois.

(3) Les dispositions de la loi du for imposant des conditions relatives à l'opposabilité ou se rapportant au rang ne peuvent être appliquées en vertu de cet article (à moins que la loi du for ne soit la loi désignée par l'article 4).

Article 9 Application de la Convention dans un Etat comprenant plusieurs systèmes de droit

(1) Un Etat qui comprend deux ou plusieurs unités territoriales dans lesquelles des systèmes de droit différents s'appliquent aux matières régies par la présente Convention pourra, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, déclarer que la Convention s'appliquera à toutes ses unités territoriales ou seulement à l'une ou à plusieurs d'entre elles, et pourra à tout moment modifier cette déclaration en faisant une nouvelle déclaration.

(2) Ces déclarations seront notifiées au dépositaire et indiqueront expressément les unités territoriales auxquelles la Convention s'applique.

(3) Si un Etat ne fait pas de déclaration en vertu du présent article, la Convention s'appliquera à l'ensemble du territoire de cet Etat.

Article 10 Détermination de la loi applicable dans un Etat comprenant plusieurs systèmes de droit

Option A (voir document préliminaire No 4 : Mémorandum sur les clauses fédérales)

Lorsque, en application de l'article 4, le lieu de l'intermédiaire pertinent est situé dans un Etat qui comprend deux ou plusieurs unités territoriales, dont chacune a son propre système de droit ou un ensemble de règles ayant trait aux questions régies par la présente Convention, les règles suivantes s'appliquent :

(a) en présence de règles en vigueur dans cet Etat identifiant les lois ou l'ensemble de règles de droit applicable, ces lois ou l'ensemble de règles de droit sont applicables ;

(b) en l'absence de telles règles, toute référence dans la présente Convention au lieu de l'établissement ou de la succursale de l'intermédiaire pertinent qui tient le compte de titres sera interprétée comme visant le lieu dans une unité territoriale.

Option B (closest connection test)

the place of the office or branch of the relevant intermediary with which the securities account is most closely connected.

[If Option B is retained, the following "black list" should be added:

(6) In applying the provisions of the preceding paragraph, no account shall be taken of the following factors –

(a) the places where certificates representing or evidencing securities are located;

(b) the places where any register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located;

(c) the place where the issuer of the securities is organised or incorporated or has its statutory seat, central administration, principal place of business or its registered office;

(d) the place where any intermediary other than the relevant intermediary is located; or

(e) the places where the technology supporting the bookkeeping or data processing for the securities account is located.]

Article 5 Insolvency

(1) The opening of an insolvency proceeding under a law other than the law of the place of the relevant intermediary does not affect a disposition of securities held with an intermediary that has been made and perfected in accordance with the law of the place of the relevant intermediary.

(2) Nothing in this Convention affects the application of –

(a) any rules of insolvency law relating to the [ranking of categories of claim or to the] avoidance of a disposition as a preference or a transfer in fraud of creditors; or

(b) any rules of insolvency procedure relating to the enforcement of rights to property which is under the control or supervision of an insolvency administrator.

Article 6 General applicability

This Convention applies whether or not the applicable law is that of a Contracting State.

Article 7 Exclusion of choice of law rules *(renvoi)*

In this Convention, the term "law" means the law in force in a State other than its choice of law rules.

Article 8 Public policy and internationally mandatory rules

(1) The application of the law designated by the provisions of this Convention may be refused only if the effects of its application would be manifestly contrary to the public policy of the forum.

(2) This Convention does not prevent the application of those provisions of the law of the forum which, irrespective of rules of conflict of laws, must be applied even to international situations.

(3) This Article does not permit application of provisions of the law of the forum imposing requirements with respect to perfection or relating to priorities (unless the law of the forum is the law designated by Article 4).

Article 9 Applicability of Convention in States with more than one legal system

(1) If a State has two or more territorial units in which different systems of law are applicable in relation to matters dealt with in this Convention, it may at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession declare that the Convention shall extend to all its territorial units or only to one or more of them and may modify this declaration by submitting another declaration at any time.

(2) Any such declaration shall be notified to the depositary and shall state expressly the territorial units to which the Convention applies.

(3) If a State makes no declaration under this Article, the Convention is to extend to all territorial units of that State.

Article 10 Determination of applicable law in States with more than one legal system

Option A (see Preliminary Document No 4: Memorandum on federal clauses)

Where, under Article 4, the place of the relevant intermediary is located in a State which comprises two or more territorial units each of which has its own system of law or set of rules of law in respect of matters covered by this Convention, the following rules apply –

(a) if there are rules in force in such a State identifying which law or set of rules of law is applicable, that law or set of rules of law applies;

(b) in the absence of such rules, any reference in this Convention to the place of the relevant intermediary's office or branch which maintains the securities account shall be construed as referring to the place in a territorial unit.

Option B (voir l'annexe au document préliminaire No 4)

Les règles suivantes s'appliquent lorsque le lieu de l'intermédiaire pertinent, déterminé en vertu de l'article 4, se situe dans un Etat dans lequel l'Etat et une ou plusieurs de ces unités territoriales ou autres unités ont leurs propres règles matérielles ou de conflit de lois ayant trait aux questions régies par la présente Convention (« Etat à plusieurs unités ») :

(1) Un tribunal d'un autre Etat appelé à résoudre un conflit de lois dans un Etat à plusieurs unités est tenu d'appliquer les règles suivantes :

(a) si l'Etat à plusieurs unités a fait une déclaration identifiant les règles de conflit applicables dans cet Etat à plusieurs unités, l'autre Etat est tenu d'appliquer ces règles ;

(b) si l'Etat à plusieurs unités n'a pas fait de telle déclaration, cet autre Etat applique la présente Convention aux conflits de lois survenant dans l'Etat à plusieurs unités.

(2) La présente Convention n'écarte pas les règles de conflit de lois applicables dans un Etat à plusieurs unités aux conflits de lois survenant dans cet Etat à plusieurs unités.

Article 11 Interprétation uniforme

Pour l'interprétation de la Convention, il sera tenu compte de son caractère international et de la nécessité de promouvoir l'uniformité de son application.

Article 12 Examen du fonctionnement pratique de la Convention

Le Secrétaire général de la Conférence de La Haye de droit international privé convoque périodiquement une Commission spéciale afin d'examiner le fonctionnement pratique de la Convention.

Article 13 Amendements à la Convention

A compléter.

Article 14 Signature, Ratification, Acceptation, Approbation ou Adhésion

(1) La Convention est ouverte à la signature de tous les Etats [et des organisations régionales d'intégration économique].

(2) La Convention pourra donner lieu à la ratification, à l'acceptation, à l'approbation ou à l'adhésion des Etats [et organisations régionales d'intégration économique] signataires.

(3) Les instruments de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion seront déposés auprès du Ministère des Affaires Etrangères du Royaume des Pays-Bas, dépositaire de la Convention.

[Article 15 Organisations régionales

Aux fins de la présente Convention, une organisation d'intégration économique régionale désigne toute organisation constituée par des Etats souverains à laquelle ses Etats membres ont transféré certaines compétences dans des domaines régis par la présente Convention, y compris celle d'adhérer à des accords internationaux dans lesdits domaines.]

Article 16 Entrée en vigueur

(1) La Convention entrera en vigueur le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après le dépôt du troisième instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion prévu par l'article 14.

(2) Par la suite, la Convention entrera en vigueur pour chaque Etat [et organisation régionales d'intégration économique] ratifiant, acceptant, approuvant ou adhérant postérieurement, le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après le dépôt de son instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion.

[Article 17 Règle transitoire

(1) Cette Convention s'applique dans [une Partie][un Etat] contractant[e] à tous les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire conclus après son entrée en vigueur dans [cette Partie][cet Etat] contractant[e], et, sous réserve des règles ci-dessous, à tous les transferts conclus avant son entrée en vigueur dans [cette Partie][cet Etat] contractant[e].

(2) Pour les transferts conclus avant l'entrée en vigueur de la présente Convention dans [cette Partie][cet Etat] contractant[e],

(a) la présente Convention n'affecte pas la validité d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire qui a été effectué et rendu opposable conformément à la loi applicable désignée par les règles de conflit de lois en vigueur dans [cette Partie] [cet Etat] contractant[e] avant l'entrée en vigueur de la présente Convention dans [cette Partie][cet Etat] contractant[e], même si la loi applicable n'était pas la loi du lieu de situation de l'intermédiaire pertinent désignée en vertu de l'article 4 de la présente Convention ;

(b) une partie à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire peut rendre opposable le transfert conformément à la loi du lieu de situation de l'intermédiaire pertinent désignée en vertu de l'article 4 de la présente Convention ;

(c) en déterminant le lieu de l'intermédiaire pertinent pour les besoins de l'article 4 de la présente Convention, les règles suivantes peuvent également être prises en considération si les parties ne se sont pas entendues expressément sur ce lieu :

[*(i)* une clause contenue dans un contrat de conservation de titres désignant la loi applicable peut être considérée comme un accord à l'effet que le compte de titres est tenu auprès d'un établissement ou d'une succursale dans l'Etat dont la loi a été choisie ;

Option B (see the Annex to Preliminary Document No 4)

The following rules apply if the place of the relevant intermediary, determined under Article 4, is located in a State within which the State and one or more of its territorial or other units have their own substantive rules of law or conflict of laws rules in respect of any matter dealt with in this Convention ("Multi-unit State") –

(1) If a court in another State must decide a conflict of laws issue within a Multi-unit State, it shall do so under the following rules –

(a) if the Multi-unit State has made a declaration identifying the conflict of laws rules applicable within the Multi-unit State, the other State shall apply those rules;

(b) if the Multi-unit State has not made such a declaration, the other State shall apply the Convention to conflict of laws issues within that Multi-unit State.

(2) The Convention does not displace the conflict of laws rules applicable within a Multi-unit State to conflict of laws issues within that Multi-unit State.

Article 11 Uniform interpretation

In the interpretation of the Convention, regard is to be had to its international character and to the need to promote uniformity in its application.

Article 12 Review of practical operation of the Convention

The Secretary General of the Hague Conference on Private International Law shall at regular intervals convene a Special Commission to review the practical operation of the Convention.

Article 13 Amendments to the Convention

To be completed.

Article 14 Signature, ratification, acceptance, approval or accession

(1) The Convention shall be open for signature by all States [and Regional Economic Integration Organisations].

(2) The Convention is subject to ratification, acceptance, approval or accession by the signatory States [and Regional Economic Integration Organisations].

(3) The instruments of ratification, acceptance, approval or accession shall be deposited with the Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of the Netherlands, Depositary of the Convention.

[Article 15 Regional organisations

For the purpose of this Convention, Regional Economic Integration Organisation means any organisation constituted by sovereign States to which their Member States have transferred competence in respect of matters governed by this Convention, including the competence to enter into international agreements in respect of these matters.]

Article 16 Entry into force

(1) The Convention shall enter into force on the first day of the month following the expiration of three months after the deposit of the third instrument of ratification, acceptance, approval or accession referred to in Article 14.

(2) Thereafter the Convention shall enter into force for each State subsequently ratifying, accepting, approving or acceding to it, on the first day of the month following the expiration of three months after the deposit of its instrument of ratification, acceptance, approval or accession.

[Article 17 Transitional Rule

(1) This Convention applies in a Contracting [Party][State] to all dispositions of securities held with an intermediary concluded after its entry into force for that [Party][State], and, subject to the following provisions, to all dispositions concluded before its entry into force for that [Party][State].

(2) In the respect of dispositions concluded before this Convention entered into force for that [Party][State],

(a) this Convention shall not affect the validity of a disposition of securities held with an intermediary that has been made and perfected in accordance with the applicable law designated by the conflict of laws rules of that [Party][State] in force before this Convention entered into force for that [Party][State], even if the applicable law was not the law of the place of the relevant intermediary determined under Article 4 of this Convention;

(b) a party to a disposition of securities held with an intermediary may perfect in accordance with the law of the place of the relevant intermediary determined under Article 4 of this Convention;

(c) in determining the place of the relevant intermediary for the purposes of Article 4 of this Convention, the following rules may also be taken into account in the absence of an express agreement between the parties as to that place –

[(*i*) a provision in the account agreement designating the applicable law may be treated as an agreement that the securities account is maintained at an office or branch in the jurisdiction whose law is designated;

(ii) en l'absence d'une clause désignant la loi applicable, l'identification d'un établissement ou d'une succursale particulier comme lieu de l'intermédiaire pertinent, ou toute autre indication dans le contrat de conservation que l'intermédiaire agit par le biais d'un établissement ou une succursale particulier peut être considérée comme un accord à l'effet que le compte de titres est tenu auprès de cet établissement ou de cette succursale.]

(3) [Un Etat][Une Partie] contractant[e] peut déclarer lors de la ratification, acceptation, approbation ou adhésion [qu'il][qu'elle] étend l'application de la règle contenue à la lettre (c) à des transferts conclus pendant une période déterminée, qui ne peut dépasser deux ans, après l'entrée en vigueur de la présente Convention dans [cette Partie][cet Etat] contractant[e].]

Article 18 Dénonciation

(1) Tout Etat [ou organisation régionale d'intégration économique] partie à la Convention pourra dénoncer celle-ci par une notification adressée par écrit au dépositaire.

(2) La dénonciation prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de six mois après la date de réception de la notification par le dépositaire. Lorsqu'une période plus longue pour la prise d'effet de la dénonciation est spécifiée dans la notification, la dénonciation prendra effet à l'expiration de la période en question après la date de réception de la notification.

Article 19 Notifications par le dépositaire

A compléter.

[Autres clauses finales]

A compléter.

(*ii*) in the absence of a clause designating the applicable law, an identification of a particular office or branch as the place of the relevant intermediary, or other indication in the account agreement that the intermediary is acting by or through a particular office or branch, may be treated as an agreement that the account is maintained at that office or branch.]

(3) A Contracting [Party][State] may declare at the time of ratification, acceptance, approval or accession that it will extend the application of the rules contained in sub-paragraph (c) to dispositions concluded during a specified period, not to exceed two years, after the Convention entered into force for that [Party][State].]

Article 18 Denunciation

(1) A State [or Regional Economic Integration Organisation] Party to this Convention may denounce it by a notification in writing addressed to the Depositary.

(2) The denunciation takes effect on the first day of the month following the expiration of six months after the notification is received by the Depositary. Where a longer period for the denunciation to take effect is specified in the notification, the denunciation takes effect upon the expiration of such longer period after the notification is received by the Depositary.

Article 19 Notifications by the Depositary

To be completed.

[Other final clauses]

To be completed.

Proposition de dispositions-clés pour une future convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

SOUMIS PAR LE BUREAU PERMANENT

Document préliminaire No 7 de décembre 2001

Proposition de dispositions-clés pour une future convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

Propositions de nouvel amendement au texte contenu dans le Document préliminaire No 6 de juillet 2001 (« projet de novembre 2001 »)

(à désigner « projet de décembre 2001 »)

Article 1 Définitions et interprétation

(1) Dans la présente Convention :

« titres » désigne toutes actions, obligations ou autres actifs ou instruments financiers, ou tout droit s'y rapportant ;

« intermédiaire » désigne toute personne qui, à des fins professionnelles, tient des comptes de titres pour autrui ou pour compte propre, et agit en cette qualité ;

« intermédiaire pertinent » désigne l'intermédiaire avec lequel le titulaire de compte a conclu une convention pour la tenue d'un compte de titres ;

« compte de titres » désigne un compte auprès d'un intermédiaire au crédit duquel sont inscrits des titres ;

« titres détenus auprès d'un intermédiaire » désigne les droits résultant de l'inscription de titres en compte de titres, que ces droits soient de nature réelle, contractuelle ou autre ;

« titulaire de compte » désigne la personne au nom de laquelle un intermédiaire tient un compte de titres ;

« transfert » désigne tout transfert de propriété, pur et simple ou à titre de garantie, ainsi que toute constitution de sûreté, avec ou sans dépossession ;

« opposabilité » signifie l'accomplissement de toute formalité nécessaire en vue d'assurer la pleine efficacité d'un transfert envers toute personne qui n'est pas partie à ce transfert ;

« administrateur de l'insolvabilité » désigne une personne ou un organisme, même désigné(e) à titre provisoire, habilité(e) dans une procédure d'insolvabilité à administrer le redressement ou la liquidation des actifs ou des activités du débiteur ;

« procédure d'insolvabilité » désigne une procédure collective, judiciaire ou administrative, y compris une procédure provisoire, dans laquelle les actifs et les activités du débiteur sont soumis à contrôle ou supervision d'un tribunal ou d'une autre autorité compétente aux fins de redressement ou de liquidation.

(2) Toute référence dans cette Convention à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend un transfert en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte[, y compris un privilège légal].

(3) Toute référence dans cette Convention à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend un transfert ayant comme objet un compte de titres.

[(4) Une personne n'est pas considérée comme intermédiaire au sens de la présente Convention pour la seule raison

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

(b) qu'elle tient dans ses propres registres des écritures au sujet de titres crédités à un compte de titres tenu par un intermédiaire au nom d'autres personnes pour lesquelles elle agit comme gérant, agent ou dans une autre qualité administrative.]

Article 2 Portée de la Convention et de la loi applicable

(1) La présente Convention détermine la loi applicable aux questions suivantes en rapport avec des titres détenus auprès d'un intermédiaire :

(a) si les droits résultant de l'inscription de titres en compte de titres sont de nature réelle, contractuelle ou autre ;

(b) la nature juridique et les effets à l'égard des tiers d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(c) les éventuelles conditions d'opposabilité d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(d) si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire a pour effet d'éteindre ou de primer un droit concurrent ;

(e) les éventuelles obligations d'un intermédiaire envers une personne qui revendique des droits concurrents sur des titres détenus auprès de cet intermédiaire ;

(f) les éventuelles conditions à la réalisation d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

[(g) si la constitution d'une sûreté sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire s'étend aux droits aux dividendes, revenus et produits de réalisation.]

(2) Cette Convention ne détermine pas la loi applicable :

(a) aux droits et obligations contractuels des parties à un transfert de titres ;

(b) aux droits et obligations contractuels découlant des relations entre un intermédiaire et un titulaire de compte ; ou

(c) aux droits et obligations d'un émetteur de titres ou d'un agent de registre ou de transfert d'un tel émetteur.

Article 3 Caractère international d'une situation (champ d'application territorial de la Convention)

La présente Convention s'applique dans toutes les situations comportant un conflit entre les lois de différents États.

Tentative Text on Key Provisions for a Future Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary

SUBMITTED BY THE PERMANENT BUREAU

Preliminary Document No 7 of December 2001

Tentative Text on Key Provisions for a Future Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary

Suggestions for further amendment of the text contained in Preliminary Document No 6 of November 2001 ("November 2001 draft")

(to be referred to as the "December 2001 draft")

Article 1 Definitions and interpretation

(1) In this Convention –

"securities" means any shares, bonds or other financial assets or instruments, or any interest therein;

"intermediary" means a person that in the course of business maintains securities accounts either for others or for its own account and is acting in that capacity;

"relevant intermediary" means the intermediary with whom the account holder maintains the securities account;

"securities account" means an account with an intermediary to which securities are credited;

"securities held with an intermediary" means the rights of an account holder resulting from a credit of securities to a securities account, whether such rights are property, contract, or other rights;

"account holder" means a person in whose name an intermediary maintains a securities account;

"disposition" means any transfer of title whether outright or by way of security and any grant of a security interest whether possessory or non-possessory;

"perfection" means completion of any steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition;

"insolvency administrator" means a person, including one appointed on an interim basis, authorised in an insolvency proceeding to administer the reorganisation or liquidation of the debtor's assets or affairs;

"insolvency proceeding" means a collective judicial or administrative proceeding, including an interim proceeding, in which the assets and affairs of the debtor are subject to control or supervision by a court or other competent authority for the purpose of reorganisation or liquidation.

(2) References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include a disposition[, as well as a lien by operation of law,] in favour of the account holder's intermediary.

(3) References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include a disposition of a securities account.

[(4) A person shall not be considered an intermediary for the purposes of this Convention merely because –

(a) it acts as registrar or transfer agent for an issuer of securities; or

(b) it records in its own books details of securities credited to securities accounts maintained by an intermediary in the names of other persons for whom it acts as manager or agent or otherwise in a purely administrative capacity.]

Article 2 Scope of the Convention and of the applicable law

(1) This Convention determines the law applicable to the following issues in respect of securities held with an intermediary –

(a) whether the rights resulting from the credit of securities to a securities account are property, contract, or other rights;

(b) the legal nature and effects against third parties of a disposition of securities held with an intermediary;

(c) the requirements, if any, for perfection of a disposition of securities held with an intermediary;

(d) whether a person's interest in securities held with an intermediary extinguishes or has priority over a competing interest;

(e) the duties, if any, of an intermediary to a person who asserts a competing interest in securities held with that intermediary;

(f) the requirements, if any, for the realisation of an interest in securities held with an intermediary; and

[(g) whether a security interest in securities held with an intermediary extends to entitlements to dividends, income or proceeds.]

(2) This Convention does not determine the law applicable to –

(a) the contractual rights and duties of parties to a transaction in securities;

(b) the contractual rights and duties arising from relations between an intermediary and an account holder; or

(c) the rights and duties of an issuer of securities or of an issuer's registrar or transfer agent.

Article 3 Internationality (territorial scope of application of the Convention)

This Convention applies in all cases involving a choice between the laws of different States.

Article 4 Détermination de la loi applicable

(1) La loi applicable aux questions mentionnées au paragraphe premier de l'article 2 est la loi du lieu de l'intermédiaire pertinent.

Option X

(2) Le lieu de l'intermédiaire pertinent est le lieu de l'établissement ou de la succursale que le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu pour la tenue du compte de titres.

Option Y

(2) Le lieu de l'intermédiaire pertinent est le lieu de l'établissement ou de la succursale que le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu pour la tenue du compte de titres pour autant que le numéro de compte, le code banque ou toute autre mode d'identification rattache le compte de titres à cet établissement ou cette succursale.

Option Z

(2) Le lieu de l'intermédiaire pertinent est le lieu de l'établissement ou de la succursale que le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu pour la tenue du compte de titres pour autant que le compte de titres soit en fait tenu dans cet établissement ou cette succursale.

Si l'option Z était retenue, la « liste noire » suivante devrait être ajoutée :

(3) Pour les besoins de l'application du paragraphe précédent, il ne sera pas tenu compte des facteurs suivants :

(a) le lieu où les certificats représentant ou matérialisant les titres sont situés ;

(b) le lieu où est tenu par, ou pour le compte de, l'émetteur des titres le registre des titulaires de ceux-ci ;

(c) le lieu de constitution de l'émetteur de titres, de son siège statutaire, de son administration centrale ou de son principal établissement ;

(d) le lieu de situation de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent ; ou

(e) le lieu où les installations de traitement de données et de comptabilité du compte de titres sont situées.

(3) Si le lieu de l'intermédiaire pertinent ne peut être déterminé selon le paragraphe 2, ce lieu est celui de son siège statutaire ou, à défaut, la loi du lieu de sa constitution.

Article 5 Insolvabilité

(1) L'ouverture d'une procédure d'insolvabilité en vertu d'une loi autre que celle du lieu de l'intermédiaire pertinent n'affecte pas un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire qui a été effectué et rendu opposable conformément au droit du lieu de situation de l'intermédiaire pertinent.

(2) La présente Convention ne porte pas préjudice à l'application :

(a) de toute règle du droit de l'insolvabilité relative [au rang des catégories de créances ou] à la nullité d'un transfert effectué au mépris des règles sur la période suspecte ou en fraude des droits des créanciers ; ou

(b) des règles de procédures d'insolvabilité relatives à la mise en œuvre de droits sur un bien qui est sous le contrôle ou la supervision d'un administrateur de l'insolvabilité.

Article 6 Applicabilité générale de la Convention

La présente Convention est applicable même si la loi qu'elle désigne est celle d'un État non contractant.

Article 7 Exclusion du renvoi

Au sens de la présente Convention, le terme « loi » désigne le droit en vigueur d'un État, à l'exclusion des règles de conflit de lois.

Article 8 Ordre public et lois d'application immédiate

(1) L'application de la loi désignée par les dispositions de la présente Convention ne peut être écartée que si elle conduirait à un résultat manifestement contraire à l'ordre public du for.

(2) Sous réserve du paragraphe 3, la présente Convention ne porte pas atteinte aux dispositions de la loi du for dont l'application s'impose même aux situations internationales, quelle que soit la loi désignée par les règles de conflit de lois.

(3) Les dispositions de la loi du for imposant des conditions relatives à l'opposabilité ou se rapportant au rang entre droits concurrents ne peuvent être appliquées en vertu de cet article, sauf si la loi du for est la loi désignée par l'article 4.

Article 9 Détermination de la loi applicable dans un État comprenant plusieurs systèmes de droit

Option A (reflétant les résultats de l'appel de conférence sur les clauses fédérales, tels que revus par le groupe de rédaction élargi lors de sa réunion à Bruxelles en décembre 2001)

Article 4 Determination of the applicable law

(1) The law applicable to the issues specified in paragraph 1 of Article 2 is the law of the place of the relevant intermediary.

Option X

(2) The place of the relevant intermediary is the place of the office or branch that the account holder and the relevant intermediary have agreed will maintain the securities account.

Option Y

(2) The place of the relevant intermediary is the place of the office or branch that the account holder and the relevant intermediary have agreed will maintain the securities account, provided that an account number, bank code or other means of identification identifies the securities account as being held at that office or branch.

Option Z

(2) The place of the relevant intermediary is the place of the office or branch that the account holder and the relevant intermediary have agreed will maintain the securities account, provided that the securities account is in fact held by that office or branch.

If Option Z is retained, the following "black list" should be added:

(3) In applying the provisions of the preceding paragraph, no account shall be taken of the following factors –

(a) the places where certificates representing or evidencing securities are located;

(b) the places where any register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located;

(c) the place where the issuer of the securities is organised or incorporated or has its statutory seat, central administration, principal place of business or its registered office;

(d) the place where any intermediary other than the relevant intermediary is located; or

(e) the places where the technology supporting the bookkeeping or data processing for the securities account is located.]

(3) If the place of the relevant intermediary cannot be determined under paragraph 2, that place is the place where the relevant intermediary is incorporated or, in the absence of incorporation, the place under whose law it was organised.

Article 5 Insolvency

(1) The opening of an insolvency proceeding under a law other than the law of the place of the relevant intermediary does not affect a disposition of securities held with an intermediary that has been made and perfected in accordance with the law of the place of the relevant intermediary.

(2) Nothing in this Convention affects the application of –

(a) any rules of insolvency law relating to the [ranking of categories of claim or to the] avoidance of a disposition as a preference or a transfer in fraud of creditors; or

(b) any rules of insolvency procedure relating to the enforcement of rights to property which is under the control or supervision of an insolvency administrator.

Article 6 General applicability

This Convention applies whether or not the applicable law is that of a Contracting State.

Article 7 Exclusion of choice of law rules *(renvoi)*

In this Convention, the term "law" means the law in force in a State other than its choice of law rules.

Article 8 Public policy and internationally mandatory rules

(1) The application of the law determined by this Convention may be refused only if the effects of its application would be manifestly contrary to the public policy of the forum.

(2) Subject to paragraph 3, this Convention does not prevent the application of those provisions of the law of the forum which, irrespective of rules of conflict of laws, must be applied even to international situations.

(3) This Article does not permit application of provisions of the law of the forum imposing requirements with respect to perfection or relating to priorities between competing interests, unless the law of the forum is the law determined by Article 4.

Article 9 Determination of applicable law in States with more than one legal system

Option A (reflecting the results of the conference call on federal clauses, as reviewed by the extended drafting group at its Brussels meeting in December 2001)

(1) Lorsque, en application de l'article 4, le lieu de l'intermédiaire pertinent est situé dans un État dans lequel une ou plusieurs de ses unités territoriales ou l'État et une ou plusieurs de ses unités territoriales ont chacun son propre système de droit ou un ensemble de règles ayant trait aux questions régies par la présente Convention, toute référence dans la présente Convention au lieu de l'intermédiaire pertinent sera interprétée comme visant le lieu dans une unité territoriale.

(2) Les règles de conflit de lois en vigueur dans cette unité territoriale déterminent si les règles de droit matériel de cette unité territoriale, d'une autre unité territoriale ou de l'État s'appliquent.

Options examinées auparavant :

Option B (voir Document préliminaire No 4 : Mémorandum sur les clauses fédérales)

Lorsque, en application de l'article 4, le lieu de l'intermédiaire pertinent est situé dans un État qui comprend deux ou plusieurs unités territoriales, dont chacune a son propre système de droit ou un ensemble de règles ayant trait aux questions régies par la présente Convention, les règles suivantes s'appliquent :

(a) en présence de règles en vigueur dans cet État identifiant les lois ou l'ensemble de règles de droit applicable, ces lois ou l'ensemble de règles de droit sont applicables ;

(b) en l'absence de telles règles, toute référence dans la présente Convention au lieu de l'établissement ou de la succursale de l'intermédiaire pertinent qui tient le compte de titres sera interprétée comme visant le lieu dans une unité territoriale.

Option C (voir l'annexe au Document préliminaire No 4)

Les règles suivantes s'appliquent lorsque le lieu de l'intermédiaire pertinent, déterminé en vertu de l'article 4, se situe dans un État dans lequel État et une ou plusieurs de ces unités territoriales ou autres unités ont leurs propres règles matérielles ou de conflit de lois ayant trait aux questions régies par la présente Convention (« État à plusieurs unités ») :

(1) Un tribunal d'un autre État appelé à résoudre un conflit de lois dans un État à plusieurs unités est tenu d'appliquer les règles suivantes :

(a) si l'État à plusieurs unités a fait une déclaration identifiant les règles de conflit applicables dans cet État à plusieurs unités, l'autre État est tenu d'appliquer ces règles ;

(b) si l'État à plusieurs unités n'a pas fait de telle déclaration, cet autre État applique la présente Convention aux conflits de lois survenant dans l'État à plusieurs unités.

(2) La présente Convention n'écarte pas les règles de conflit de lois applicables dans un État à plusieurs unités aux conflits de lois survenant dans cet État à plusieurs unités.

Article 10 Interprétation uniforme

Pour l'interprétation de la présente Convention, il sera tenu compte de son caractère international et de la nécessité de promouvoir l'uniformité de son application.

Article 11 Examen du fonctionnement pratique de la Convention

Le Secrétaire général de la Conférence de La Haye de droit international privé convoque périodiquement une Commission spéciale afin d'examiner le fonctionnement pratique de la Convention [et l'opportunité d'apporter des modifications à la Convention].

Article 12 Amendements à la Convention

A compléter.

Article 13 Signature, Ratification, Acceptation, Approbation ou Adhésion

(1) La Convention est ouverte à la signature de tous les États.

(2) La Convention pourra donner lieu à la ratification, à l'acceptation, à l'approbation ou à l'adhésion des États signataires.

(3) Les instruments de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion seront déposés auprès du Ministère des Affaires Étrangères du Royaume des Pays-Bas, dépositaire de la Convention.

[Article 14 Organisations régionales d'intégration économique

(1) Une organisation régionale d'intégration économique constituée par des États souverains et ayant compétence sur certaines matières régies par la présente Convention peut elle aussi signer, accepter et approuver la présente Convention ou y adhérer. En pareil cas, l'organisation régionale d'intégration économique aura les mêmes droits et obligations qu'un État contractant, dans la mesure où cette organisation a compétence sur des matières régies par la présente Convention. Lorsque le nombre d'États contractants est pertinent dans la présente Convention, l'organisation régionale d'intégration économique n'est pas comptée comme État contractant en plus de ses États membres qui sont des États contractants.

(2) Au moment de la signature, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, l'organisation régionale d'intégration économique présente au dépositaire une déclaration indiquant les matières régies par la présente Convention pour lesquelles ses États membres ont délégué leur compétence à cette organisation. L'organisation régionale d'intégration économique

(1) Where, under Article 4, the place of the relevant intermediary is located in a State within which one or more of its territorial units, or both the State and one or more of its territorial units, have their own rules of law in respect of any matter dealt with in this Convention, any reference in this Convention to the place of the relevant intermediary shall be construed as referring to the place in a territorial unit.

(2) The conflict of laws rules in force in that territorial unit determine whether the substantive rules of law of that territorial unit, of another territorial unit, or of the State apply.

Options previously considered:

Option B (see Preliminary Document No 4: Memorandum on federal clauses)

Where, under Article 4, the place of the relevant intermediary is located in a State which comprises two or more territorial units each of which has its own system of law or set of rules of law in respect of matters covered by this Convention, the following rules apply –

(a) if there are rules in force in such a State identifying which law or set of rules of law is applicable, that law or set of rules of law applies;

(b) in the absence of such rules, any reference in this Convention to the place of the relevant intermediary's office or branch which maintains the securities account shall be construed as referring to the place in a territorial unit.

Option C (see the Annex to Preliminary Document No 4)

The following rules apply if the place of the relevant intermediary, determined under Article 4, is located in a State within which the State and one or more of its territorial or other units have their own substantive rules of law or conflict of laws rules in respect of any matter dealt with in this Convention ("Multi-unit State") –

(1) If a court in another State must decide a conflict of laws issue within a Multi-unit State, it shall do so under the following rules –

(a) if the Multi-unit State has made a declaration identifying the conflict of laws rules applicable within the Multi-unit State, the other State shall apply those rules;

(b) if the Multi-unit State has not made such a declaration, the other State shall apply this Convention to conflict of laws issues within that Multi-unit State.

(2) This Convention does not displace the conflict of laws rules applicable within a Multi-unit State to conflict of laws issues within that Multi-unit State.

Article 10 Uniform interpretation

In the interpretation of this Convention, regard is to be had to its international character and to the need to promote uniformity in its application.

Article 11 Review of practical operation of the Convention

The Secretary General of the Hague Conference on Private International Law shall at regular intervals convene a Special Commission to review the practical operation of the Convention [and to consider whether any amendments to this Convention are desirable].

Article 12 Amendments to the Convention

To be completed.

Article 13 Signature, ratification, acceptance, approval or accession

(1) This Convention shall be open for signature by all States.

(2) This Convention is subject to ratification, acceptance, approval or accession by the signatory States.

(3) The instruments of ratification, acceptance, approval or accession shall be deposited with the Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of the Netherlands, Depositary of the Convention.

[Article 14 Regional organisations

(1) A Regional Economic Integration Organisation which is constituted by sovereign States and has competence over certain matters governed by this Convention may similarly sign, accept, approve or accede to this Convention. The Regional Economic Integration Organisation shall in that case have the rights and obligations of a Contracting State, to the extent that that Organisation has competence over matters governed by this Convention. Where the number of Contracting States is relevant in this Convention, the Regional Economic Integration Organisation shall not count as a Contracting State in addition to its Member States which are Contracting States.

(2) The Regional Economic Integration Organisation shall, at the time of signature, acceptance, approval or accession, make a declaration to the Depositary specifying the matters governed by this Convention in respect of which competence has been transferred to that Organisation by its Member States. The Regional Economic Integration Organisation shall promptly

doit informer sans retard le dépositaire de toute modification intervenue dans la délégation de compétence, y compris de nouvelles délégations de compétence, spécifiée dans la déclaration faite en vertu du présent paragraphe.

(3) Toute référence à « État contractant », « États contractants », « État partie » ou « États parties » dans la présente Convention s'applique également à une organisation régionale d'intégration économique, lorsque le contexte requiert qu'il en soit ainsi.]

Article 15 Entrée en vigueur

(1) La Convention entrera en vigueur le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après le dépôt du troisième instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion prévu par l'article 13.

(2) Par la suite, la Convention entrera en vigueur pour chaque État ratifiant, acceptant, approuvant ou adhérant postérieurement, le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après le dépôt de son instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion.

Article 16 Clause fédérale d'extension

(1) Un État qui comprend deux ou plusieurs unités territoriales dans lesquelles des systèmes de droit différents s'appliquent aux matières régies par la présente Convention pourra, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, déclarer que la Convention s'appliquera à toutes ses unités territoriales ou seulement à l'une ou à plusieurs d'entre elles, et pourra à tout moment modifier cette déclaration en faisant une nouvelle déclaration.

(2) Ces déclarations seront notifiées au dépositaire et indiqueront expressément les unités territoriales auxquelles la Convention s'applique.

(3) Si un État ne fait pas de déclaration en vertu du présent article, la Convention s'appliquera à l'ensemble du territoire de cet État.

[Article 17 Dispositions transitoires

(1) Cette Convention s'applique dans un État contractant à tous les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire conclus après son entrée en vigueur dans cet État contractant, et, sous réserve des règles ci-dessous, à tous les transferts conclus avant son entrée en vigueur dans cet État contractant.

(2) Lorsqu'un tribunal d'un État contractant doit déterminer :

(a) si, avant l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet État contractant, un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire a été [valablement] effectué ou rendu opposable ;

(b) toute question de priorité entre transferts concurrents de titres détenus auprès d'un intermédiaire, effectués et rendus opposables avant l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet État contractant,

le tribunal applique la loi déterminée par les règles de conflits de lois en vigueur dans cet État avant l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet État.

Option A

[(3) En déterminant le lieu de l'intermédiaire pertinent pour les besoins de l'article 4 de la présente Convention, les tribunaux d'un État contractant considèrent une clause contenue dans un contrat de conservation de titres conclu avant l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet État contractant et désignant la loi applicable, comme un accord à l'effet que le compte de titres est tenu auprès d'un établissement ou d'une succursale dans l'Etat dont la loi a été choisie.]]

*Option B**

[(3) Lorsqu'un tribunal d'un État contractant doit déterminer le lieu de l'intermédiaire pertinent en relation avec un transfert effectué ou rendu opposable après l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet État contractant, mais en vertu d'un contrat de conservation de titres conclu avant l'entrée en vigueur de la Convention dans cet État contractant, le lieu de l'intermédiaire pertinent pour les besoins de l'article 4 est celui de son siège statutaire ou, à défaut, la loi du lieu de sa constitution.]]

Article 18 Dénonciation

(1) Tout État partie à la Convention pourra dénoncer celle-ci par une notification adressée par écrit au dépositaire.

(2) La dénonciation prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [six] [douze] mois après la date de réception de la notification par le dépositaire. Lorsqu'une période plus longue pour la prise d'effet de la dénonciation est spécifiée dans la notification, la dénonciation prendra effet à l'expiration de la période en question après la date de réception de la notification.

Article 19 Notifications par le dépositaire

A compléter.

[Autres clauses finales]

A compléter.

* Prenant en considération les craintes exprimées par certains experts de droit civil au sujet de l'utilisation de la loi applicable comme facteur de rattachement et après consultation avec plusieurs institutions financières, le Bureau Permanent propose d'utiliser la solution « de repli » (*fall-back*) prévue à l'article 4 comme facteur de rattachement pour les contrats existants. Merci pour vos commentaires.

notify the Depositary of any changes to the distribution of competence, including new transfers of competence, specified in the declaration under this paragraph.

(3) Any reference to a "Contracting State" or "Contracting States" or "State Party" or "States Parties" in this Convention applies equally to a Regional Economic Integration Organisation where the context so requires.]

Article 15 Entry into force

(1) The Convention shall enter into force on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after the deposit of the third instrument of ratification, acceptance, approval or accession referred to in Article 14.

(2) Thereafter the Convention shall enter into force for each State subsequently ratifying, accepting, approving or acceding to it, on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after the deposit of its instrument of ratification, acceptance, approval or accession.

Article 16 Federal State extension clause

(1) If a State has two or more territorial units in which different systems of law are applicable in relation to matters dealt with in this Convention, it may at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession declare that this Convention shall extend to all its territorial units or only to one or more of them and may modify this declaration by submitting another declaration at any time.

(2) Any such declaration shall be notified to the depositary and shall state expressly the territorial units to which the Convention applies.

(3) If a State makes no declaration under this Article, this Convention is to extend to all territorial units of that State.

[Article 17 Transitional rules

(1) This Convention applies in a Contracting State to all dispositions of securities held with an intermediary concluded after its entry into force for that State, and, subject to the following provision, to all dispositions concluded before its entry into force for that State.

(2) Where a court of a Contracting State has to determine –

(a) whether at a time before this Convention entered into force for that State a disposition of securities held with an intermediary has been [validly] made or perfected; or

(b) any issue of priority among competing dispositions of securities held with an intermediary made and perfected before this Convention entered into force for that State,

the court shall apply the law determined by the conflict of laws rules of that State in force before this Convention entered into force for that State.

Option A

[(3) In determining the place of the relevant intermediary for the purposes of Article 4 of this Convention, the courts of a Contracting State shall treat a provision in an account agreement entered into before this Convention enters into force for that State designating the law governing the account agreement as an agreement that the securities account is maintained at an office or branch in the jurisdiction whose law is designated.]]

*Option B**

[(3) Where a court of a Contracting State has to determine the place of the relevant intermediary in relation to a disposition made or perfected after this Convention entered into force for that Contracting State but under a custody agreement concluded before this Convention entered into force for that Contracting State, the place of the relevant intermediary for the purposes of Article 4 is the place where the relevant intermediary is incorporated or, in the absence of incorporation, the place under whose law it was organised.]]

Article 18 Denunciation

(1) A State Party to this Convention may denounce it by a notification in writing addressed to the Depositary.

(2) The denunciation takes effect on the first day of the month following the expiration of [six] [twelve] months after the notification is received by the Depositary. Where a longer period for the denunciation to take effect is specified in the notification, the denunciation takes effect upon the expiration of such longer period after the notification is received by the Depositary.

Article 19 Notifications by the Depositary

To be completed.

[Other final clauses]

To be completed.

* Taking into account the concerns expressed by some experts of civil law countries about the use of the governing law as the appropriate connecting factor and after consulting with various financial institutions, the Permanent Bureau suggests to use the fall-back test embodied in Article 4 as the test for existing agreements. We would appreciate your thoughts on this suggestion.

Commission spéciale
Special Commission

Note du Bureau Permanent

Conformément à la tradition, ne sont pas reproduits les Documents de travail et Procès-verbaux des séances de la Commission spéciale.

Bien que le Rapport explicatif et les Observations des Gouvernements fassent parfois référence à de tels documents, ces citations, destinées aux experts gouvernementaux en vue de la préparation de la Session plénière, n'ont plus une grande importance pour le lecteur des Actes et documents et elles n'ont été maintenues dans le texte que pour signaler les endroits où les Rapporteurs et les Gouvernements ont évoqué expressément les travaux de la Commission spéciale.

Notice by the Permanent Bureau

As in the past, the Working Documents and the Minutes of the Special Commission's meetings have not been reproduced in this volume.

Although the Explanatory Report and the Comments of the Governments refer to such documents, these citations, which were intended to assist the governmental experts in preparing for the Plenary Session, are not essential for the reader of the Proceedings ; they have been retained in the text in order to indicate the places where the Reporters and the Governments made specific reference to the Special Commission's discussions.

Liste des participants à la Commission spéciale

List of participants in the Special Commission meeting

La Commission spéciale a siégé du 9 au 17 janvier 2002.

The Special Commission met from 9 to 17 January 2002.

EXPERTS DES ÉTATS MEMBRES REPRÉSENTÉS
EXPERTS OF THE MEMBER STATES REPRESENTED

Allemagne / Germany
Ms *Ute Hoehfeld*, Head of Section, Section on Law relating to Securities, Banks and the Stock Exchange, Federal Ministry of Justice, Berlin
Mr *Fabian Reuschle*, Executive Assistant, Section on Law relating to Securities, Banks and the Stock Exchange, Federal Ministry of Justice, Berlin
Mr *Karl Kreuzer*, University of Würzburg
Mr *Olaf Christmann*, Legal Department, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main
Mr *Jürgen Becker*, Third Secretary, Embassy of Germany, The Hague

Argentine / Argentina
Mr *Luis A.F. Wetzler*, Legal Counsellor in International Financial Affairs, The Central Bank of Argentina, Legal Department, Buenos Aires

Australie / Australia
Ms *Sue Vroombout*, Manager, Product Disclosure Unit, Department of the Treasury, Parkes
Mr *John McGinness*, Principal Legal Officer, Attorney-General's Department, Private International Law Section, Civil Justice Division, Barton
Mr *Richard Potok*, Solicitor, Potok & Co., London
Ms *Megan O'Rourke*, Senior Associate, Mallesons Stephen Jaques Solicitors, Sydney

Autriche / Austria
Mr *Martin Adensamer*, Director, Federal Ministry of Justice, Vienna
Mr *Peter Pöch*, Attorney at Law, Austrian Export Credit Agency, Vienna

Belarus
H.E. Mr *Vladimir Gerasimovich*, Ambassador of the Republic of Belarus, Embassy of the Republic of Belarus, The Hague
Mr *Nikolai Buzo*, Counsellor, Embassy of the Republic of Belarus in the Kingdom of The Netherlands, The Hague

Belgique / Belgium
M. *Jean-Pierre Deguée*, Conseiller Adjoint, Commission Bancaire et Financiere, Bruxelles
Mr *Diego Devos*, Director, Deputy General Counsel, Euroclear Bank S.A./N.V., Bruxelles

Brésil / Brazil
Mr *João Lauro Amaral*, Managing Director, The Brazilian Mercantile & Futures Exchange, New York
Ms *Margarida Afonso C. Baptista*, Project Development, CBLC, Brazilian Clearing & Depository Corporation, Sao Paulo
Ms *Elizabeth Garbayo*, General Director & Chief Executive Officer, Central Clearing, Rio de Janeiro
Ms *Janine-Monique Bustani*, Counsellor, Embassy of Brazil, The Hague

Canada
Ms *Manon Dostie*, Counsel, Private International Law Team, Public Law Policy Section, Department of Justice, Ottawa
M. *Daniel Laurion*, Directeur général-Exploitation, Commission des valeurs mobilières du Québec, Montréal
Mr *Eric T. Spink*, Vice Chair, Alberta Securities Commission, Edmonton
Mr *Michel Brunet*, Lawyer, Fraser Milner Casgrain s.r.l., Montréal
Mr *Bradley Crawford*, Q.C., McCarthy Tétrault, Toronto

Chine / China
Ms *Zhang Honghong*, Director General, Department of Treaty and Law, Ministry of Foreign Affairs, Beijing
Ms *Liu Xiaoyan*, Attaché, Department of Treaty and Law, Ministry of Foreign Affairs, Beijing
Ms *Chen Lan*, Official, Department of Legal Affairs, China Securities Regulatory Commission, Beijing
Ms *Lee Sau Kong*, Senior Government Counsel, Department of Justice, Hong Kong Special Administrative Region

République de Corée / Republic of Korea
Mr *Chong Hoon Kim*, Counsellor, Embassy of the Republic of Korea, The Hague
Mr *Suk Kwang-Hyun*, Attorney at Law, Professor of Hanyang University, Seoul
Mr *Chang Min Chun*, Manager, International Planning & Development Team, Korea Securities Depository, Seoul

Danemark / Denmark
Mr *Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen*, Assistant Professor of Law, University of Copenhagen, Faculty of Law, Copenhagen
Mr *Kristian K. Nielsen*, Head of Section, Ministry of Justice, Copenhagen

Espagne / Spain
Mrs *Alegría Borrás*, Professor of Private International Law, University of Barcelona
Mr *Francisco José Garcimartín Alférez*, Professor of Private International Law, Ciudad Universitaria de Cantoblance, Madrid

Etats-Unis d'Amérique / United States of America
Mr *Harold Burman*, Department of State, Office of the Legal Adviser, Washington
Ms *Joyce Hansen*, Deputy General Counsel and Senior Vice President, Federal Reserve Bank of New York
Mr *Richard Kortright*, Davis Polk & Wardwell, London
Mr *Harry C. Sigman*, Commercial Law Adviser, Los Angeles
Mr *Jack Wiener*, Managing Director and Deputy General Counsel, The Depository Trust and Clearing Corporation, New York

Liste/List – participants

Finlande / Finland
Mr *Jukka T. Mähönen*, Legal Adviser, Ministry of Justice, Helsinki
Mr *Janne M. Lauha*, Senior Vice President, Legal Unit, HEX Group, Helsinki

France
M. *Michel Germain*, Professeur à l'Université de Paris II, Vincennes
M. *Hervé Le Guen*, Directeur-Adjoint, Direction des Services Juridiques, Banque de France, Paris

Grèce / Greece
Mr *Dimitris Paraskevas*, Managing Partner, Elias Sp. Paraskevas, Attorneys at Law, Athens

Italie / Italy
Mrs *Stefania Bariatti*, Professor of European Union Law, University of Milano-Bicocca, Milan)
Mr *Gianfranco Trovatore*, Legal Counsel, CONSOB, Markets and Economic Analysis Department, Rome
Mr *Raffaele Capuano*, Ministry of Treasury, Rome
Ms *Elena Comparato*, Head of Unit, Ministry of Economic & Finance, Legal Affairs, Rome

Japon / Japan
Mr *Hideki Kanda*, Professor of Law, Faculty of Law, University of Tokyo
Mr *Yoshihisa Hayakawa*, Associate Professor, Faculty of Law, Rikkyo University, Tokyo
Mr *Kunio Koide*, First Secretary, Legal Affairs Section, Embassy of Japan, The Hague

Luxembourg
M. *Daniel Ruppert*, Attaché, Ministère de la Justice, Luxembourg
M. *Philippe Dupont*, Avocat à la Cour, Arendt & Medernach, Luxembourg

Maroc / Morocco
Mr *Noureddine Belabbes*, Minister Plenipotentiaire, Embassy of Morocco, The Hague
Mr *Mohammed Azzine*, Conseiller juridique, Embassy of Morocco, The Hague

Mexique / Mexico
Mr *Leonel Pereznieto Castro*, Adviser of the Mexican Ministry of Foreign Affairs, Official Counsel of Von Wobeser y Sierra, SC, DF Mexico

Norvège / Norway
Mr *Michal Wiik-Johansen*, Head of Legal Department, VPS, Central Securities Depository, Oslo

Pays-Bas / Netherlands
Mr *Antoon (Teun) V.M. Struycken*, président de la Commission d'Etat néerlandaise de droit international privé
Ms *Dorothea van Iterson*, Counsellor of the Legislation department of private law, Ministry of Justice, The Hague
Mr *Willem (Pim) A.K. Rank*, Attorney at Law, Nauta Dutilh, Professor of Securities Law, University of Nijmegen
Mr *Focco W. Lunsingh Scheurleer*, Attorney at Law, Promes Van Doorne, Curaçao

Pologne / Poland
Mr *Zbigniew Anthony Czubinski*, Counsellor, Embassy of the Republic of Poland, The Hague

Portugal
Mme *Maria Raquel Ferreira Correia*, Juriste et coordinatrice de la délégation, Ministère de la Justice, Lisbonne
Ms *Filipa J. Ramos*, Legal Adviser, Commissao do Mercado de Valores Mobiliarios, Lisbon

Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord
United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland
Sir *Roy Goode*, Emeritus Professor of Law, University of Oxford, Oxford
Mr *Guy Morton*, Freshfields Bruckhaus Deringer, London
Mr *James R. Neilson*, Legal Adviser, Her Majesty's Treasury, London

Sri Lanka
H.E. Mr *Lionel Fernando*, Ambassador of Sri Lanka, Embassy of Sri Lanka, The Hague
Mr *Vadivel Krishnamoorthy*, First Secretary, Embassy of Sri Lanka, The Hague

Suède / Sweden
Mr *Lars Afrell*, Director, Financial Institution and Market, Ministry of Finance, Stockholm
Ms *Katarina Back*, Legal Adviser, Ministry of Finance, Financial Institutions & Markets, Stockholm
Ms *Karin Wallin-Norman*, Chief Legal Counsel, VPC, Stockholm

Suisse / Switzerland
Mr *Samuel Baumgartner*, Deputy Head, Section on Private International Law, Federal Office of Justice, Bern
Mr *Daniel Girsberger*, LL.M., Professor, University of Lucerne
Mr *Hans Kuhn*, Head of Legal Service, Swiss National Bank, Zurich
Mr *Nedim Peter Vogt*, LL.M, Attorney at Law, Bär & Karrer, Zurich

République tchèque / Czech Republic
Ms *Martina Kadlecová*, Lawyer, Ministry of Justice
Ms *Veronika Kocarevová*, Lawyer, Ministry of Finance, Prague
Mr *Vojtech Laska*, Junior Official, Ministry of Finance, Prague

OBSERVATEURS / OBSERVERS

REPRESENTANTS D'ÉTATS INVITÉS
REPRESENTATIVES OF INVITED STATES

Costa Rica
Ms *Gabriela Munoz Castro*, Embassy of Costa Rica, The Hague

Inde / India
Ms *Dharmishta N. Raval*, Executive Director (Legal), Securities & Exchange Board of India, Mumbai

Malaisie / Malaysia
Mr *Anthony K. Morais*, Senior Federal Counsel, Attorney-General's Chambers, Putrajaya
Mr *Lee Foong Mee*, Senior Manager, Legal Department, Bank Negara Malaysia (Central Bank of Malaysia), Kuala Lumpur
Ms *Shanti I. Geoffrey*, Manager, Law Reform & Regulatory Policy Department, Securities Commission, Kuala Lumpur
Ms *Benothini Bascaran*, Assistant Manager, Malaysian Central Depository SDN BHD, Law Review & Development Corporate Affairs, Legal & Compliance, Kuala Lumpur

Liste/List – participants

REPRÉSENTANTS D'ORGANISATIONS INTERGOUVERNEMENTALES
REPRESENTATIVES OF INTERGOVERNMENTAL ORGANISATIONS

Banque centrale européenne / European Central Bank
Mr *Antonio Sáinz de Vicuña*, General Counsel, Legal Services, Frankfurt am Main
Mr *Klaus Löber*, Senior Legal Counsel, Frankfurt am Main

Banque européenne d'investissement / European investment bank
Mr *Marc Dufresne*, Co-director, Legal Affairs Directorate, Luxembourg
Ms *Nicola Barr*, Head of Division, Legal Affairs Directorate, Luxembourg
Mr *Pierre Albouze*, Head of Division, Legal Affairs Directorate, Luxembourg

Commission européenne / European Commission
Mr *Peter Restelli-Nielsen*, National Expert with the European Commission, Brussels
Mr *Martin N.C. Thomas*, Deputy Chief Executive, Financial Law Panel (representing the Giovannini group), London
Mr *Jérôme Carriat*, Administrator, Direction générale Justice et affaires intérieures, Brussels

Conseil de l'Union européenne / Council of the European Union
M. *Fernando Paulino Pereira*, Administrateur principal à la Direction générale "H", Secrétariat général, Bruxelles

Fédération bancaire de l'Union européenne / European Banking Federation
Mr *Paul Rogerson*, Deputy Head of Legal, ABN-AMRO Bank, Legal Department, Amsterdam
Ms *Annette Maas*, Adviser, German Association of Banks, Berlin

Fonds monétaire international / International Monetary Fund
Mr *Thomas Laryea*, Counsel, Legal Department, Washington, DC

Institut international pour l'unification du droit privé (Unidroit)
International Institute for the Unification of Private Law
Mr *J. Herbert E. Kronke*, Secretary General, Rome

International Organization of Securities Commissions
Mr *Maxime Paré*, Senior Legal Counsel, Market Regulation, Capital Markets Branch, Ontario Securities Commission, Toronto

Parlement européen / European Parliament
Mr *Harry Duintjer Tebbens*, Head of Legal Service Division, Brussels

REPRÉSENTANTS D'ORGANISATIONS NON GOUVERNEMENTALES
REPRESENTATIVES OF NON-GOVERNMENTAL ORGANISATIONS

Emerging Markets Traders Association
Ms *Sandra Rocks*, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, New York

European Central Securities Depositories Association
Ms *Hester Bais*, Legal Counsel, Euronext N.V., Amsterdam
Mr *Hugo P. Spanjer*, Associate Director NECIGEF, Euronext N.V., Amsterdam

European Financial Market Lawyers Group
Mr *Dirk Vloemans*, Legal Counsel, Fortis Bank, Legal Affairs, Brussels

Financial Market Lawyers Group
Mr *Robert Sussman*, Managing Counsel, The Bank of New York, New York
Ms *Sharmini Mahendran*, Vice President, Morgan Stanley Dean Witter, New York
Mr *Locke R. McMurray*, Director & Senior Counsel, Merrill Lynch & Co. Inc., New York

International Bar Association
Mr *Philippe David*, Partner, Fasken Martineau DuMoulin L.L.P., New York
Mr *Randall D. Guynn*, Partner, Davis Polk & Wardwell, New York
M. *Antoine Maffei*, Avocat à la Cour, De Pardieu Brocas Maffei & Leygonie, Paris
Mr *Akihiro Wani*, Attorney at Law, Partner, Mitsui Yasuda Wani & Maeda, Tokyo

International Primary Market Association
Mr *Clifford Dammers*, Secretary General, International Primary Market Association, London
Ms *Nancy Marchand*, Lawyer, Davis Polk & Wardwell, Paris

International Swaps and Derivative Association
Ms *Chandra Bhargavan*, Director, Dresdner Kleinwort Wasserstein, Legal Services, Global Trading Documentation, Frankfurt am Main
Mr *David Bloom*, Senior Legal Adviser, Group Legal – Investment Banking and Markets, HSBC Holdings plc, London
Mr *Lawrence Scott Brandman*, Vice President, Goldman Sachs & Co.
M. *Pierre Fiset*, Responsable du droit des marchés et des gestion mobilières, Société Générale, Paris La Défense
Mr *Karl Heinz Kircher*, Senior Vice President and Counsel, Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main
Ms *Melisa MacDonagh*, Associate Director, Barclays Capital, Legal Department, London
Ms *Jane B. Mecz*, Vice President & Assistant General Counsel, Legal Department, JP Morgan Chase Bank, London
Mr *Richard Metcalfe*, Co-head of European Office, International Swaps & Derivatives Association Inc., London
Mr *Peter Werner*, Assistant Director of European Policy, International Swaps & Derivatives Association Inc., London
Mr *Edward H. Murray*, Partner, Allen & Overy, Paris
Mr *Frédéric Nizard*, Direction Juridique, Fiscale et Documentaire, Crédit Agricole S.A., Paris
Mr *Terry Tanaka*, Head of Legal & Regulatory Affairs, International Treasury Department, Mizuho Financial Group, The Industrial Bank of Japan Ltd., Tokyo
M. *Philippe Langlet*, Responsable du Service Juridique, Services Bancaires, Société Générale, Paris

BUREAU DE LA COMMISSION SPÉCIALE
OFFICERS OF THE SPECIAL COMMISSION

Présidente de la Commission spéciale
Chair of the Special Commission
Mrs *Stefania Bariatti* (Italie / Italia)

Legal Expert to the Permanent Bureau
Expert juridique du Bureau Permanent
Mr. *Richard Potok*

SECRÉTARIAT / SECRETARIAT

M. *Hans van Loon*, Secrétaire général
M. *William Duncan*, Deputy Secretary General
M. *Christophe Bernasconi*, Premier secrétaire
M. *Philippe Lortie*, Premier secrétaire
Mme *Andrea Schulz*, Premier secrétaire

Secrétaires rédacteurs / Recording Secretaries
Ms *Eleanor Cashin-Ritaine*
Mr *Jared Cowie*
Ms *Florence Guillaume*
Mr *Kostya Rilov*

Avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire tel qu'adopté par la Commission spéciale le 17 janvier 2002

SOUMIS PAR LE BUREAU PERMANENT

Document préliminaire No 8 de février 2002

Article 1 Définitions et interprétation

(1) Dans la présente Convention :

« titres » désigne toutes actions, obligations ou autres instruments ou actifs financiers (autres que des espèces), ou tout droit sur ces titres ;

« intermédiaire » désigne toute personne qui, dans le cadre de son activité professionnelle ou à titre habituel, tient des comptes de titres pour autrui ou aussi bien pour autrui que pour son propre compte, et agit en cette qualité ;

« intermédiaire pertinent » désigne l'intermédiaire avec lequel le titulaire de compte a conclu une convention pour la tenue d'un compte de titres ;

« compte de titres » désigne un compte auprès d'un intermédiaire au crédit duquel sont inscrits des titres ;

« titres détenus auprès d'un intermédiaire » désigne les droits résultant de l'inscription de titres en compte de titres, que ces droits soient de nature réelle, contractuelle ou autre ;

« titulaire de compte » désigne la personne au nom de laquelle un intermédiaire tient un compte de titres ;

« transfert » désigne tout transfert de propriété, pur et simple ou à titre de garantie, ainsi que toute constitution de sûreté, avec ou sans dépossession ;

« opposabilité » signifie l'accomplissement de toute formalité nécessaire en vue d'assurer la pleine efficacité d'un transfert envers toute personne qui n'est pas partie à ce transfert ;

« procédure d'insolvabilité » désigne une procédure collective, judiciaire ou administrative, y compris une procédure provisoire, dans laquelle les actifs et les activités du débiteur sont soumis à contrôle ou supervision d'un tribunal ou d'une autre autorité compétente aux fins de redressement ou de liquidation.

(2) Toute référence dans cette Convention à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend un transfert en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte, y compris un privilège légal.

(3) Toute référence dans cette Convention à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend un transfert ayant comme objet un compte de titres.

Option A (Projet de décembre 2001)

[(4) Une personne n'est pas considérée comme intermédiaire au sens de la présente Convention pour la seule raison

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

(b) qu'elle tient dans ses propres livres des écritures au sujet de titres crédités à un compte de titres tenu par un intermédiaire au nom d'autres personnes pour lesquelles elle agit comme gérant, agent ou dans une autre qualité administrative.]

Option B (texte élaboré lors de la Commission spéciale)

[(4) Sous réserve du paragraphe 5, une personne n'est pas considérée comme intermédiaire en rapport avec des titres au sens de la présente Convention pour la seule raison :

(a) qu'elle agit en tant qu'[agent de registre] ou de transfert d'un émetteur de titres ou qu'elle gère un système ou une procédure permettant de transférer lesdits titres sur les livres de l'émetteur ;

(b) qu'elle tient dans ses propres livres des écritures au sujet de titres crédités à un compte de titres tenu par un intermédiaire au nom d'autres personnes pour lesquelles elle agit comme gérant, agent ou dans une autre qualité administrative.

(5) Les États contractants ou États visés au paragraphe 6 déclarent si une personne qui tient, pour des titres particuliers, les livres sur lesquels figure l'inscription primaire des droits sur ces titres doit être traitée comme un intermédiaire sur lesdits titres. Cette déclaration peut être modifiée par toute déclaration ultérieure.

(6) Pour les besoins du paragraphe précédant, les États contractants ou États visés sont :

(a) l'État dans lequel la personne concernée tient les livres ; et

(b) lorsque la loi d'un autre État régit le transfert de titres dans les livres de l'émetteur et que cette loi impose [ou permet] le transfert de ces titres par l'intermédiaire du système géré par cette personne, cet autre État.]

Article 2 Portée de la Convention et de la loi applicable

(1) La présente Convention détermine la loi applicable aux questions suivantes en rapport avec des titres détenus auprès d'un intermédiaire :

(a) si les droits résultant de l'inscription de titres en compte de titres sont de nature réelle, contractuelle ou autre ;

(b) la nature juridique et les effets à l'égard des tiers d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(c) les éventuelles conditions d'opposabilité d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(d) si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire a pour effet d'éteindre ou de primer un droit concurrent ;

Preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary as adopted by the Special Commission on 17 January 2002

SUBMITTED BY THE PERMANENT BUREAU

Preliminary Document No 8 of February 2002

Article 1 Definitions and interpretation

(1) In this Convention –

"securities" means any shares, bonds or other financial instruments or assets (other than cash), or any interest therein;

"intermediary" means a person that in the course of a business or other regular activity maintains securities accounts for others or both for others and for its own account and is acting in that capacity;

"relevant intermediary" means the intermediary with whom the account holder maintains the securities account;

"securities account" means an account with an intermediary to which securities are credited;

"securities held with an intermediary" means the rights of an account holder resulting from a credit of securities to a securities account, whether such rights are property, contract, or other rights;

"account holder" means a person in whose name an intermediary maintains a securities account;

"disposition" means any transfer of title whether outright or by way of security and any grant of a security interest whether possessory or non-possessory;

"perfection" means completion of any steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition;

"insolvency proceeding" means a collective judicial or administrative proceeding, including an interim proceeding, in which the assets and affairs of the debtor are subject to control or supervision by a court or other competent authority for the purpose of reorganisation or liquidation.

(2) References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include a disposition, as well as a lien by operation of law, in favour of the account holder's intermediary.

(3) References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include a disposition of a securities account.

Option A (December 2001 Draft)

[(4) A person shall not be considered an intermediary for the purposes of this Convention merely because –

(a) it acts as [registrar or] transfer agent for an issuer of securities; or

(b) it records in its own books details of securities credited to securities accounts maintained by an intermediary in the names of other persons for whom it acts as manager or agent or otherwise in a purely administrative capacity.]

Option B (text developed at the Special Commission)

[(4) Subject to paragraph 5, a person shall not be considered an intermediary in relation to securities for the purposes of this Convention merely because –

(a) it acts as [registrar or] transfer agent for the issuer of the securities or operates a system or arrangement for transfer of those securities on records of the issuer; or

(b) it records in its own books details of securities credited to securities accounts maintained by an intermediary in the names of other persons for whom it acts as manager or agent or otherwise in a purely administrative capacity.

(5) The Contracting State or States referred to in paragraph 6 shall declare whether a person who maintains records of particular securities which constitute the primary record of entitlement to them is to be treated as an intermediary in relation to those securities, and may modify such a declaration by submitting another declaration at any time.

(6) For the purposes of the preceding paragraph, the Contracting State or States are –

(a) the State in which the person concerned maintains the records; and

(b) where the law of another State governs the transfer of the securities on the records of the issuer and that law requires [or permits] such securities to be transferred through the system operated by that person, that other State.]

Article 2 Scope of the Convention and of the applicable law

(1) This Convention determines the law applicable to the following issues in respect of securities held with an intermediary –

(a) whether the rights resulting from the credit of securities to a securities account are property, contract, or other rights;

(b) the legal nature and effects against third parties of a disposition of securities held with an intermediary;

(c) the requirements, if any, for perfection of a disposition of securities held with an intermediary;

(d) whether a person's interest in securities held with an intermediary extinguishes or has priority over a competing interest;

(e) les éventuelles obligations d'un intermédiaire envers une personne qui revendique des droits concurrents sur des titres détenus auprès de cet intermédiaire ;

(f) les éventuelles conditions à la réalisation d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(g) si la constitution d'une sûreté sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire s'étend aux droits aux dividendes, revenus, autres distributions et remboursements, produits de cession ou tous autres produits.

(2) Cette Convention ne détermine pas la loi applicable :

(a) aux droits et obligations contractuels des parties à un transfert de titres ;

(b) aux droits et obligations contractuels découlant des relations entre un intermédiaire et un titulaire de compte ; ou

(c) aux droits et obligations d'un émetteur de titres ou d'un agent de registre ou de transfert d'un tel émetteur à l'égard du porteur des titres ou de toute autre personne.

Article 3 Caractère international d'une situation

La présente Convention s'applique dans toutes les situations comportant un conflit entre les lois de différents États.

Article 4 Détermination de la loi applicable

(1) La loi applicable aux questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier, est la loi de l'État du lieu de l'intermédiaire pertinent.

(2) Cet État est celui dans lequel le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu que le compte de titres est tenu, pour autant que l'intermédiaire pertinent ait un établissement dans cet État exerçant à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de comptes de titres, soit seul soit conjointement avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent, dans cet État ou dans un autre État.

(3) L'accord mentionné au paragraphe précédant doit être exprès ou, à défaut, résulter de manière implicite des dispositions du contrat pris dans son ensemble.

(4) Si l'État du lieu de l'intermédiaire pertinent ne peut être déterminé selon le paragraphe 2, cet État est :

(a) si l'intermédiaire pertinent est doté de la personnalité morale, l'État dont le droit régit sa constitution ;

(b) si l'intermédiaire pertinent est une entité non dotée de la personnalité morale, l'État dont le droit régit son organisation ;

(c) dans tout autre cas, l'État dans lequel l'intermédiaire pertinent exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, l'État dans lequel est situé son principal lieu d'activité.

[Article 4 *bis* Titre à déterminer

(1) Pour les besoins de la présente Convention, un établissement d'un intermédiaire est considéré comme exerçant à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de comptes s'il exerce notamment une ou plusieurs des activités suivantes :

(a) les contrats se rapportant aux comptes de titres sont conclus dans cet établissement ou sont reçus auprès de celui-ci ;

(b) les titulaires de comptes de titres peuvent communiquer avec cet établissement au sujet de comptes de titres ;

(c) les activités de l'intermédiaire se rapportant aux comptes de titres en matière juridique, réglementaire, d'audit, de suivi de positions ou de relations clientèle sont exercées auprès de cet établissement ;

(d) les relevés de compte portent l'adresse de cet établissement ou sont établis dans ledit établissement ;

(e) les inscriptions aux comptes de titres, telles que la comptabilité, l'enregistrement, le transfert ou le nantissement de droits sur des titres, sont saisies, sauvegardées ou traitées par l'intermédiaire auprès de cet établissement ;

(f) les installations de traitement de données et d'opérations comptables relatives aux titres sont situées auprès de cet établissement ;

(g) un numéro de compte ou un code bancaire unique ou tout autre mode d'identification rattache à cet établissement la fonction de tenue de comptes de titres ;

(h) . . .

(2) Pour déterminer l'État du lieu de l'intermédiaire pertinent aux fins de l'article 4, paragraphe 2, il sera uniquement tenu compte de l'accord entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent et il ne sera tenu aucun compte des éléments suivants :

(a) les lieux où les certificats représentant ou matérialisant les titres sont situés ;

(b) tout lieux où est tenu par ou pour le compte de l'émetteur des titres un registre des titulaires des droits sur les titres ;

(c) le lieu d'organisation, de constitution ou du siège statutaire de l'émetteur de titres, de son administration centrale ou de son principal établissement ;

(d) le lieu de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent ; ou

(e) sauf pour satisfaire la condition énoncée à l'article 4, paragraphe 2, les lieux où les installations de traitement de données et de comptabilité du compte de titres sont situées.]

Article 5 Insolvabilité

(1) L'ouverture d'une procédure d'insolvabilité en vertu d'une loi autre que celle de l'État du lieu de l'intermédiaire pertinent n'affecte pas :

(a) la détermination des questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier, se rapportant à des titres qui ont été inscrits en compte ;

(b) un transfert de titres détenus auprès de cet intermédiaire rendu opposable conformément au droit de l'État du lieu de cet intermédiaire.

(e) the duties, if any, of an intermediary to a person who asserts a competing interest in securities held with that intermediary;

(f) the requirements, if any, for the realisation of an interest in securities held with an intermediary; and

(g) whether a security interest in securities held with an intermediary extends to entitlements to dividends, income, other distributions or redemption, sale or other proceeds.

(2) This Convention does not determine the law applicable to –

(a) the contractual rights and duties of parties to a transaction in securities;

(b) the contractual rights and duties arising from relations between an intermediary and an account holder; or

(c) the rights and duties of an issuer of securities or of an issuer's registrar or transfer agent, whether in relation to the holder of the securities or any other person.

Article 3 Internationality

This Convention applies in all cases involving a choice between the laws of different States.

Article 4 Determination of the applicable law

(1) The law applicable to the issues specified in Article 2(1) is the law of the State of the place of the relevant intermediary.

(2) That State is the State within which the account holder and the relevant intermediary have agreed the securities account will be maintained, provided that the relevant intermediary has an office within that State engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts, whether alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary, in that or another State.

(3) The agreement referred to in the preceding paragraph must be express or, if not express, implied from the terms of the contract considered as a whole.

(4) If the State of the place of the relevant intermediary cannot be determined under paragraph 2, that State is –

(a) if the relevant intermediary is incorporated, the State under whose law it is incorporated;

(b) if the relevant intermediary is an unincorporated body, the State under whose law it is organised; or

(c) in any other case, the State in which the relevant intermediary has its place of business or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business.

[Article 4 *bis* Heading to be inserted

(1) For the purposes of this Convention, but not by way of limitation, an office of an intermediary is engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts if any one or more of the following activities occurs –

(a) contracts regarding securities accounts are executed at such office or received by such office;

(b) account holders can communicate with the intermediary at such office with regard to securities accounts;

(c) legal, regulatory, auditing, position monitoring, or account-holder-support functions of the intermediary relating to securities accounts occur at such office;

(d) account statements bear an address of that office or are prepared at that office;

(e) entries to a securities account by the intermediary are made, stored, or managed at that office, such as the booking, recording, transferring, or pledging of interests in securities;

(f) technology supporting bookkeeping or data processing for securities accounts is located at such office;

(g) a single account number, bank code, or other means of identification exists that identifies such office as maintaining securities accounts at that office;

(h) . . .

(2) In determining the State of the place of the relevant intermediary under Article 4(2), account shall be taken only of the agreement between the account holder and the relevant intermediary and no account shall be taken of the following factors –

(a) the places where certificates representing or evidencing securities are located;

(b) the places where any register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located;

(c) the place where the issuer of the securities is organised or incorporated or has its statutory seat, central administration, principal place of business or its registered office;

(d) the place where any intermediary other than the relevant intermediary is located; or

(e) except for purposes of satisfying the condition set forth in the proviso to Article 4(2), the places where the technology supporting the bookkeeping or data processing for the securities account is located.]

Article 5 Insolvency

(1) The opening of an insolvency proceeding under a law other than the law of the State of the place of the relevant intermediary does not affect –

(a) the determination of issues specified in Article 2(1) in respect of securities that have been credited to a securities account; or

(b) a disposition of securities held with that intermediary that has been perfected in accordance with the law of the State of the place of that intermediary.

(2) La présente Convention ne porte pas préjudice à l'application :

(a) de toute règle du droit de l'insolvabilité relative au rang des catégories de créances ou à la nullité d'un transfert effectué au mépris des règles sur la période suspecte ou en fraude des droits des créanciers ; ou

(b) de toute règle de droit matériel ou de procédure d'insolvabilité se rapportant à l'exercice de droits sur un bien à compter de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité.

Article 6 Applicabilité générale de la Convention

La présente Convention est applicable même si la loi qu'elle désigne est celle d'un État non contractant.

Article 7 Exclusion du renvoi

Au sens de la présente Convention, le terme « loi » désigne le droit en vigueur d'un État, à l'exclusion des règles de conflit de lois.

Article 8 Ordre public et lois d'application immédiate

(1) L'application de la loi désignée par les dispositions de la présente Convention ne peut être écartée que si elle conduirait à un résultat manifestement contraire à l'ordre public du for.

(2) Sous réserve du paragraphe 3, la présente Convention ne porte pas atteinte aux dispositions de la loi du for dont l'application s'impose même aux situations internationales, quelle que soit la loi désignée par les règles de conflit de lois.

(3) Les dispositions de la loi du for imposant des conditions relatives à l'opposabilité ou se rapportant au rang entre droits concurrents ne peuvent être appliquées en vertu de cet article, sauf si la loi du for est la loi désignée par l'article 4.

Article 9 Détermination de la loi applicable dans un État comprenant plusieurs systèmes de droit

(1) Dans la présente Convention, l'expression « État à plusieurs unités » vise un État dans lequel deux ou plusieurs unités territoriales de cet État ou cet État et une ou plusieurs de ses unités territoriales ont leurs propres règles de droit se rapportant aux questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier.

(2) Lorsque, en application de l'article 4, paragraphe 2, le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu que le compte de titres est tenu dans un État à plusieurs unités et l'intermédiaire pertinent a un établissement dans un lieu quelconque dans cet État exerçant à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de compte de titres, la loi applicable aux questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier, est déterminée comme suit :

(a) Si le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu que le compte de titres est maintenu dans une unité territoriale spécifique de cet État, la loi applicable est la loi de cette unité territoriale ;

(b) si le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont désigné un État à plusieurs unités mais n'ont pas déterminé une unité territoriale spécifique de cet État, la loi applicable est déterminée par les règles de conflit de lois de cet État, ou, à défaut de telles règles, par la loi déterminée par l'article 4, paragraphe 4, et le paragraphe 6, lettre (b) du présent article.

(3) Un État à plusieurs unités pourra, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, déclarer que le paragraphe 2, lettre a), s'applique uniquement si la loi applicable est la loi d'une unité territoriale dans laquelle l'intermédiaire pertinent a un établissement exerçant une activité habituelle de tenue de comptes.

(4) Un État à plusieurs unités pourra, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, déclarer que si en vertu du paragraphe 2, lettre a), la loi applicable est la loi d'une unité territoriale, les règles de conflit de lois en vigueur dans cette unité territoriale déterminent si les règles de droit matériel de cette unité territoriale, d'une autre unité territoriale de cet État, ou de cet État s'appliquent. Une telle déclaration ne peut avoir aucun effet sur un transfert rendu opposable avant que la déclaration ne devienne effective.

[(5) Une déclaration faite en vertu du paragraphe 4 [peut] [doit] être accompagnée par des informations relatives au contenu des règles de conflit de lois de cet État et de celles de ses unités territoriales. Le Bureau Permanent rend cette information accessible aux personnes intéressées par des moyens appropriés.]

(6) Dans le cas d'un État à plusieurs unités :

(a) les références dans l'article 4, paragraphe 4, à l'État dont la loi régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent ou dans lequel il exerce son activité ou, en l'absence d'un lieu unique, dans lequel est situé son principal lieu d'activité, visent l'unité territoriale dont la loi régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent ou dans laquelle il exerce son activité ou dans laquelle est situé son principal lieu d'activité ;

(b) si l'intermédiaire pertinent est constitué ou organisé en vertu des lois de l'État à plusieurs unités, mais en vertu d'aucune des lois d'une unité territoriale, les références dans l'article 4, paragraphe 4, à l'État dont la loi régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent visent l'unité territoriale dans laquelle il exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, l'État dans lequel est situé son principal lieu d'activité.

Article 10 Interprétation uniforme

Pour l'interprétation de la présente Convention, il sera tenu compte de son caractère international et de la nécessité de promouvoir l'uniformité de son application.

Avant-projet de février 2002

(2) Nothing in this Convention affects the application of –

(a) any rules of insolvency law relating to the ranking of categories of claim or to the avoidance of a disposition as a preference or a transfer in fraud of creditors; or

(b) any rules of substantive or procedural insolvency law relating to the enforcement of rights to property after the opening of an insolvency proceeding.

Article 6 General applicability

This Convention applies whether or not the applicable law is that of a Contracting State.

Article 7 Exclusion of choice of law rules (*renvoi*)

In this Convention, the term "law" means the law in force in a State other than its choice of law rules.

Article 8 Public policy and internationally mandatory rules

(1) The application of the law determined by this Convention may be refused only if the effects of its application would be manifestly contrary to the public policy of the forum.

(2) Subject to paragraph 3, this Convention does not prevent the application of those provisions of the law of the forum which, irrespective of rules of conflict of laws, must be applied even to international situations.

(3) This Article does not permit application of provisions of the law of the forum imposing requirements with respect to perfection or relating to priorities between competing interests, unless the law of the forum is the law determined by Article 4.

Article 9 Determination of applicable law in States with more than one legal system

(1) In this Convention, "Multi-unit State" means a State within which two or more territorial units of that State, or both the State and one or more of its territorial units, have their own rules of law in respect of any of the issues specified in Article 2(1).

(2) Where, under Article 4(2), the account holder and the relevant intermediary have agreed that the securities account will be maintained in a Multi-unit State and the relevant intermediary has an office anywhere within that Multi-unit State engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts, the law applicable to the issues specified in Article 2(1) shall be determined as follows –

(a) if the account holder and the relevant intermediary have agreed that the securities account will be maintained within a particular territorial unit of that Multi-unit State, the applicable law is the law of that territorial unit;

(b) if the account holder and the relevant intermediary have specified a Multi-unit State but not a particular territorial unit of that Multi-unit State, the applicable law shall be determined by the choice of law rules of that Multi-unit State or, if none, by the law of the State determined by Article 4(4) and paragraph 6(b) of this Article.

(3) A Multi-unit State may declare at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession that paragraph 2(a) applies only if the applicable law is the law of a territorial unit within which the relevant intermediary has an office engaged in a regular activity of maintaining securities accounts.

(4) A Multi-unit State may declare at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession that if pursuant to paragraph 2(a) the applicable law is the law of a territorial unit, the choice of law rules in force in that territorial unit shall determine whether the substantive rules of law of that territorial unit, of another territorial unit of that Multi-unit State, or of that Multi-unit State apply. Such a declaration shall have no effect on dispositions perfected before that declaration becomes effective.

[(5) A declaration according to paragraph 4 [may] [shall] be accompanied by information concerning the content of the choice of law rules of that Multi-unit State and of its territorial units. The Permanent Bureau shall then make that information available to interested parties by appropriate means.]

(6) In relation to a Multi-unit State –

(a) the references in Article 4(4), to the State under whose law the relevant intermediary is incorporated or organised or in which it has its place of business or principal place of business are references to the territorial unit under whose law the relevant intermediary is incorporated or organised or in which it has its place of business or principal place of business;

(b) if the relevant intermediary is incorporated or organised under the laws of the Multi-unit State and not those of any of the territorial units, the reference in Article 4(4) to the State under whose law it is incorporated or organised shall be treated as a reference to the territorial unit in which is situated its place of business or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business.

Article 10 Uniform interpretation

In the interpretation of this Convention, regard is to be had to its international character and to the need to promote uniformity in its application.

Article 11 Examen du fonctionnement pratique de la Convention

Le Secrétaire général de la Conférence de La Haye de droit international privé convoque périodiquement une Commission spéciale afin d'examiner le fonctionnement pratique de la Convention [et l'opportunité d'apporter des modifications à celle-ci].

[Article 12 Amendements à la Convention

(1) Un État contractant peut soumettre des propositions d'amendements à cette Convention au Secrétaire général de la Conférence de la Haye de droit international privé, lequel consultera les États contractants et [si une majorité de deux tiers de ces États approuve la proposition] réunira une Commission spéciale en vue d'examiner les amendements proposés.

(2) Si la Commission spéciale approuve les amendements, ils seront alors présentés sous forme de Protocole. Les articles 13 à 15 s'appliquent à ce Protocole.]

Article 13 Signature, Ratification, Acceptation, Approbation ou Adhésion

(1) La Convention est ouverte à la signature de tous les États.

(2) La Convention pourra donner lieu à la ratification, à l'acceptation, à l'approbation ou à l'adhésion des États signataires.

(3) Les instruments de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion seront déposés auprès du Ministère des Affaires Étrangères du Royaume des Pays-Bas, dépositaire de la Convention.

Article 14 Organisations régionales d'intégration économique

(1) Une organisation régionale d'intégration économique constituée par des États souverains et ayant compétence sur certaines matières régies par la présente Convention peut elle aussi signer, accepter et approuver la présente Convention ou y adhérer. En pareil cas, l'organisation régionale d'intégration économique aura les mêmes droits et obligations qu'un État contractant, dans la mesure où cette organisation a compétence sur des matières régies par la présente Convention. Lorsque le nombre d'États contractants est pertinent dans la présente Convention, l'organisation régionale d'intégration économique n'est pas comptée comme État contractant en plus de ses États membres qui sont des États contractants.

(2) Au moment de la signature, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, l'organisation régionale d'intégration économique présente au dépositaire une déclaration indiquant les matières régies par la présente Convention pour lesquelles ses États membres ont délégué leur compétence à cette organisation. L'organisation régionale d'intégration économique doit informer sans retard le dépositaire de toute modification intervenue dans la délégation de compétence, y compris de nouvelles délégations de compétence, spécifiée dans la déclaration faite en vertu du présent paragraphe.

(3) Toute référence à « État contractant » ou « États contractants » dans la présente Convention s'applique également à une organisation régionale d'intégration économique, lorsque le contexte requiert qu'il en soit ainsi.

Article 15 Entrée en vigueur

(1) La Convention entrera en vigueur le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après le dépôt du troisième instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion prévu par l'article 13.

(2) Par la suite, la Convention entrera en vigueur :

(a) pour chaque État ratifiant, acceptant, approuvant ou adhérant postérieurement, le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après le dépôt de son instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion ;

(b) pour les unités territoriales auxquelles la Convention a été étendue conformément a l'article 16, paragraphe premier, le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après la notification visée dans l'article.

Article 16 État à plusieurs unités

(1) Un État qui comprend deux ou plusieurs unités territoriales dans lesquelles des systèmes de droit différents s'appliquent aux matières régies par la présente Convention pourra, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, déclarer que la Convention s'appliquera à toutes ses unités territoriales ou seulement à l'une ou à plusieurs d'entre elles, et pourra à tout moment modifier cette déclaration en faisant une nouvelle déclaration.

(2) Ces déclarations seront notifiées au dépositaire et indiqueront expressément les unités territoriales auxquelles la Convention s'applique.

(3) Si un État ne fait pas de déclaration en vertu du présent article, la Convention s'appliquera à l'ensemble du territoire de cet État.

[Article 17 Régime des droits préexistants

Option A

(1) Cette Convention s'applique dans un État contractant à tous les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire conclus après son entrée en vigueur dans cet État contractant, et, sous réserve des règles ci-dessous, à tous les transferts conclus avant son entrée en vigueur dans cet État contractant.

Article 11 Review of practical operation of the Convention

The Secretary General of the Hague Conference on Private International Law shall at regular intervals convene a Special Commission to review the practical operation of the Convention [and to consider whether any amendments to this Convention are desirable].

[Article 12 Amendments to the Convention

(1) A Contracting State may submit proposals for amendments to this Convention to the Secretary General of the Hague Conference on Private International Law, who shall then consult the Contracting States, and [if a majority of two thirds of these States approves the proposal] shall convene a Special Commission to consider the proposed amendments.

(2) If the Special Commission approves the proposed amendments, they shall be laid down in a Protocol. Articles 13 to 15 apply to this Protocol.]

Article 13 Signature, ratification, acceptance, approval or accession

(1) This Convention shall be open for signature by all States.

(2) This Convention is subject to ratification, acceptance, approval or accession by the signatory States.

(3) The instruments of ratification, acceptance, approval or accession shall be deposited with the Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of the Netherlands, Depositary of the Convention.

Article 14 Regional organisations

(1) A Regional Economic Integration Organisation which is constituted by sovereign States and has competence over certain matters governed by this Convention may similarly sign, accept, approve or accede to this Convention. The Regional Economic Integration Organisation shall in that case have the rights and obligations of a Contracting State, to the extent that that Organisation has competence over matters governed by this Convention. Where the number of Contracting States is relevant in this Convention, the Regional Economic Integration Organisation shall not count as a Contracting State in addition to its Member States which are Contracting States.

(2) The Regional Economic Integration Organisation shall, at the time of signature, acceptance, approval or accession, make a declaration to the Depositary specifying the matters governed by this Convention in respect of which competence has been transferred to that Organisation by its Member States. The Regional Economic Integration Organisation shall promptly notify the Depositary of any changes to the distribution of competence, including new transfers of competence, specified in the declaration under this paragraph.

(3) Any reference to a "Contracting State" or "Contracting States" in this Convention applies equally to a Regional Economic Integration Organisation where the context so requires.

Article 15 Entry into force

(1) The Convention shall enter into force on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after the deposit of the third instrument of ratification, acceptance, approval or accession referred to in Article 13.

(2) Thereafter the Convention shall enter into force –

(a) for each State subsequently ratifying, accepting, approving or acceding to it, on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after the deposit of its instrument of ratification, acceptance, approval or accession;

(b) for a territorial unit to which this Convention has been extended by a declaration under Article 16(1), on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after that declaration.

Article 16 Multi-unit States

(1) If a State has two or more territorial units in which different systems of law are applicable in relation to matters dealt with in this Convention, it may at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession declare that this Convention shall extend to all its territorial units or only to one or more of them and may modify this declaration by submitting another declaration at any time.

(2) Any such declaration shall be notified to the depositary and shall state expressly the territorial units to which the Convention applies.

(3) If a State makes no declaration under this Article, this Convention is to extend to all territorial units of that State.

[Article 17 Treatment of pre-existing rights

Option A

(1) This Convention applies in a Contracting State to all dispositions of securities held with an intermediary concluded after its entry into force for that State, and, subject to the following provision, to all dispositions concluded before its entry into force for that State.

(2) Lorsqu'un tribunal d'un État contractant doit déterminer :

(a) si, avant l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet État contractant, un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire a été [valablement] effectué ou rendu opposable ; ou

(b) toute question de priorité entre transferts concurrents de titres détenus auprès d'un intermédiaire, effectués et rendus opposables avant l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet État contractant,

le tribunal applique la loi déterminée par les règles de conflits de lois en vigueur dans cet État avant l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet État.

Option B

(1) La présente Convention détermine dans les conditions suivantes la loi applicable dans un État contractant aux questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier, que l'inscription en compte des titres, le droit sur les titres, le transfert des titres ou la constitution de sûretés sur ceux-ci aient été effectués ou créés avant ou après l'entrée en vigueur de la présente Convention :

(a) la primauté d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire établie en vertu de la loi applicable avant l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet État contractant sera préservée contre tout droit concurrent créé avant ou après l'entrée en vigueur de celle-ci, si au plus tard six mois après l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet État contractant, les droits frappés d'une antériorité sont rendus opposables en vertu de la loi applicable telle que déterminée par la présente Convention ;

(b) si une sûreté sur titres détenus auprès d'un intermédiaire est opposable en vertu de la loi applicable lors de l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet État contractant, et si les formalités accomplies pour rendre la sûreté opposable suffisent pour que ladite sûreté soit également opposable sous la loi désignée par la présente Convention, aucune nouvelle formalité n'est nécessaire pour que la sûreté continue d'être opposable[1] ;

(c) si une sûreté sur titres détenus auprès d'un intermédiaire est opposable en vertu de la loi applicable lors de l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet État contractant, et si les formalités accomplies pour rendre la sûreté opposable ne suffisent pas pour que ladite sûreté soit également opposable sous la loi désignée par la présente Convention, la sûreté demeure opposable pour une période de [six] mois après la date d'entrée en vigueur dans cet État contractant et restera par la suite opposable si les formalités appropriées sont diligentées pendant ladite période en vertu de la loi désignée par la présente Convention ; et

(d) cette Convention n'affecte pas les procédures judiciaires engagées dans un État contractant avant l'entrée en vigueur de la Convention pour cet État contractant.]

Article 17 *bis* Interprétation des contrats conclus antérieurement à la Convention[2]

Pour déterminer la loi de l'État du lieu de l'intermédiaire pertinent aux fins de l'article 4, paragraphes 2 et 3, en l'absence d'un accord exprès sur le lieu où le compte de titres est tenu, un accord entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent prévoyant expressément que la juridiction de l'intermédiaire pertinent est un État déterminé (ou, en l'absence d'une telle disposition, prévoyant expressément que l'accord est régi par la loi d'un État déterminé) et la loi régissant l'accord traite une telle disposition comme signifiant que les lois de cet État s'appliquent aux questions mentionnées à l'article 2, paragraphe 1, cette disposition est considérée aux fins de l'article 4, paragraphe 2, comme un accord que le compte de titres est tenu dans cet État pour tout accord conclu avant l'entrée en vigueur de cette Convention en vertu à l'article 15, paragraphe 1.

Article 18 Dénonciation

(1) Tout État contractant pourra dénoncer la Convention par une notification adressée par écrit au dépositaire.

(2) La dénonciation prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de douze mois après la date de réception de la notification par le dépositaire. Lorsqu'une période plus longue pour la prise d'effet de la dénonciation est spécifiée dans la notification, la dénonciation prendra effet à l'expiration de la période en question après la date de réception de la notification.

Article 19 Notifications par le dépositaire

A compléter.

[Autres clauses finales]

A compléter. Il a notamment été convenu d'inclure une clause générale sur les déclarations, y compris une disposition sur la possibilité de modifier une déclaration.

[1] Des dispositions supplémentaires seront nécessaires pour traiter les cas dans lesquels a) l'État de la loi PRIMA ne reconnaît pas les droits acquis sur les titres comme des droits réels de telle sorte qu'il n'est possible d'effectuer aucune démarche pour confirmer l'opposabilité des droits acquis et b) l'accomplissement de toute démarche sous la loi PRIMA risque d'être considéré comme la prise d'une garantie nouvelle susceptible d'annulation si elle intervient en période suspecte.

[2] Si le principe établi dans cet article a été approuvé par un grand nombre de délégués, il a également été admis qu'une analyse plus approfondie demeure indispensable.

(2) Where a court of a Contracting State has to determine –

(a) whether at a time before this Convention entered into force for that State a disposition of securities held with an intermediary has been [validly] made or perfected; or

(b) any issue of priority among competing dispositions of securities held with an intermediary made and perfected before this Convention entered into force for that State,

the court shall apply the law determined by the conflict of laws rules of that State in force before this Convention entered into force for that State.

Option B

(1) This Convention determines the law applicable in a Contracting State to the issues referred to in Article 2(1) whether the credit of securities, interest in securities, disposition of securities or security interest in securities was made or created before or after the entry into force of this Convention in that Contracting State, provided that –

(a) the relative priority of an interest in securities held with an intermediary established under applicable law before the entry into force of this Convention in that Contracting State over a competing interest established before or after the entry into force of this Convention in that Contracting State shall be preserved, if the interest in securities established to be prior is perfected under the applicable law determined by this Convention prior to the date which is [six months] after this Convention has entered into force in that Contracting State;

(b) if a security interest in securities held with an intermediary is perfected under the law applicable at the time this Convention enters into force in that Contracting State, and the action by which the security interest was perfected would suffice to perfect a security interest under the applicable law determined by this Convention, no further action is required to continue perfection;[1]

(c) if a security interest in securities held with an intermediary is perfected under applicable law at the time this Convention enters into force in that Contracting State, and the action by which the security interest was perfected would not suffice to perfect a security interest under the applicable law determined by this Convention, the security interest remains perfected for a period of [six] months after the date this Convention has entered into force in that Contracting State and continues perfected thereafter if appropriate action to perfect under the applicable law determined by this Convention is taken within that period; and

(d) this Convention does not affect any legal proceeding commenced in the courts of that Contracting State before the entry into force of this Convention in that Contracting State.]

Article 17 *bis* Interpretation of pre-Convention agreements[2]

For purposes of determining the law of the State of the place of the relevant intermediary under Article 4(2) and (3), in the absence of an express agreement as to where the securities account will be maintained, if an agreement between the account holder and the relevant intermediary governing the securities account expressly provides that the relevant intermediary's jurisdiction is a particular State (or, in the absence of such a provision, expressly provides that the agreement shall be governed by the law of a particular State) and the law governing the agreement would treat such a provision as providing that the laws of that State are intended to apply to any of the issues specified in Article 2(1), such provision shall be treated for purposes of Article 4(2) as an agreement that the securities account will be maintained within that State for any agreement entered into prior to the Convention entering into force pursuant to Article 15(1).

Article 18 Denunciation

(1) A Contracting State may denounce the Convention by a notification in writing addressed to the Depositary.

(2) The denunciation takes effect on the first day of the month following the expiration of twelve months after the notification is received by the Depositary. Where a longer period for the denunciation to take effect is specified in the notification, the denunciation takes effect upon the expiration of such longer period after the notification is received by the Depositary.

Article 19 Notifications by the Depositary

To be completed.

[Other final clauses]

To be completed. It was agreed to include a general clause on declarations, including a provision on possible modifications to declarations.

[1] Further provisions will be needed to address cases where a) the State of the PRIMA law does not recognise the type of pre-existing interest as a property interest, so that re-perfection is not possible; and b) the re-perfection under the PRIMA law might be treated as a new agreement which might constitute a voidable preference.

[2] While the principle embodied in this provision was supported by a large number of delegates, it was agreed that it requires a more detailed analysis.

Observations* reçues sur la version provisoire de « l'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire » tel qu'adopté par la Commission spéciale le 17 janvier 2002 (Doc. prél. No 8)

Comments* received on the Provisional Version of the "Preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary" as adopted by the Special Commission on 17 January 2002 (Prel. Doc. No 8)

PRÉPARÉ PAR LE BUREAU PERMANENT

PREPARED BY THE PERMANENT BUREAU

Document préliminaire No 9 de mars 2002

Preliminary Document No 9 of March 2002

Afin d'éviter tout contresens sur les observations soumises, le Bureau Permanent a reproduit (dans la mesure du possible) ces observations dans leurs langues et présentation originales.

In order to avoid any misrepresentation of the comments submitted, the Permanent Bureau has reproduced (as far as possible) these comments in their original form and language.

* * *

Article 1(1) to (3): definitions in general

Belgium: We would like to support current definitions and advise against any re-opening of discussions on this Article at this stage.

ISDA: We are aware that some commenting parties have raised questions regarding the drafting of certain definitions in Article 1(1). We do not believe, however, that any of those definitions as they appear in the January draft Convention require amendment.

* Les experts engagés dans les négociations renvoient communément au « problème de la page 37 » en référence à la page à laquelle le problème était examiné dans le Document préliminaire No 1 lors de sa diffusion aux Etats membres. Ce document est désormais publié dans le présent tome des Actes et documents et a été repaginé en conséquence. Le « problème de la page 37 » figure maintenant aux pages 46-48 du présent volume.

* The experts participating in the negotiations refer generally to the "page 37 problem" when making reference to the page at which this problem was examined in Preliminary Document No 1 when distributed among the Member States. This document is now published in this volume of the Proceedings and has been repaginated as a result. The "page 37 problem" can now be found on pages 47-49 of this volume.

Article 1(1): "securities" – definition in general

Canada: La délégation canadienne continue de penser que la définition des « titres » devrait clairement comprendre les *titres détenus auprès d'un intermédiaire* pour s'assurer que la Convention s'applique aux situations mettant en jeu des niveaux multiples d'intermédiaires. Si cela n'est pas inclus dans la définition, la délégation canadienne estime que le Rapport explicatif devrait confirmer que le terme « vise » à inclure les *titres détenus auprès d'un intermédiaire,* de manière à ce que les tribunaux aient une compréhension claire de ce que couvre la Convention. À titre de suggestion, le Rapport explicatif pourrait indiquer que les expressions « actifs financiers » et « tout droit sur ces titres » sont suffisamment larges pour inclure les *titres détenus auprès d'un intermédiaire.*

The Canadian delegation continues to be of the view that the definition of *securities* should clearly include *securities held with an intermediary* to ensure that the Convention applies to situations involving multiple tiers of intermediaries. If it is not included in the definition, the Canadian delegation is of the view that the Explanatory Report should confirm that the term "securities" is intended to include securities held with an intermediary to ensure that courts have a clear understanding of what is covered under the Convention. As a suggestion, the Explanatory Report could indicate that the terms "financial assets" and "or any interest therein" are sufficiently broad to capture securities held with an intermediary.

France: L'énumération prévue dans cette disposition peut être source d'incertitude quant aux titres couverts par l'avant-projet. Cela peut conduire à des qualifications nationales différentes et donc nuire à l'application uniforme dans les États contractants de la règle de conflit de lois conventionnelle. Toutefois, il semble délicat sinon impossible de se lancer dans une énumération des produits financiers susceptibles d'être considérés comme des titres. Par contre, il serait opportun de rappeler dans la définition que seuls les titres « inscrits en compte et transférables de compte à compte » sont couverts.

Portugal: The main concern in the drafting of the definition of securities has been its flexibility, in order to establish a concept that is adjustable to new instruments and products. Therefore, the definition that has been adopted covers, apparently, all financial instruments. We say apparently since the Explanatory Report of Preliminary Document No 3 suggests that "physical commodities and instruments representing physical commodities (such as metal warrants and bills of lading) are not securities and hence are not within the scope of the proposed Convention" (Preliminary Document No 3 ("annotated July 2001 draft"), pages 138-139). This exclusion seems to comprise instruments over commodities that are qualified by some jurisdictions as financial instruments (for example, tradable futures and options contracts over commodities). Therefore, those jurisdictions would include the mentioned financial instruments within the scope of the Convention, since Article 1 refers to "any financial instruments or assets" without any other restriction. As the definition in the project seems broader than the description of securities in the Explanatory Report, we would like to ask for some clarification in regard to this specific issue. According to Article 1 in this Convention, "securities" means "financial assets (other than cash)". Though we agree with the idea of flexibility of the concept of securities, we cannot foresee what kind of products / instruments would be included due to the use of the expression "financial assets", that are not already comprised in the expression "financial instruments".

Therefore, it would be useful if the Explanatory Report could give some examples about the financial assets that cannot be considered financial instruments and still are intended to be within the scope of the Convention.

Italy: The present drafting is consistent with the demand, supported by Italy, of **including derivatives** in the scope of the Convention through the definition of securities.

EFMLG (one of three questions on which the group seeks clarification) / Giovannini group: 1. The definition in Article 1 of the scope of securities to be covered by the Convention is different from the formulation used in the proposed EU Collateral Directive. What are the likely practical consequences of this difference and can it be assured that such difference will not lead to the existence of parallel legal regimes in those European Union Member States adopting the Convention?

Article 1(1): "securities" – cash issue

Germany: In Article 1(1) the definition of the term "securities" includes financial instruments or assets other than cash. The words "other than cash" are set in brackets. As far as the German head delegate can remember, the Special Commission didn't adopt the text version including brackets. The Federal Ministry of Justice recommends deleting the brackets.

Italy: As far as the exclusion of cash from the definition of securities in Article 1(1) goes, it is commonly accepted that cash is not a security in proper terms, but it can be given as collateral and can therefore be included in the provision related to "financial instrument or asset", as many delegations pointed out in The Hague and some operators are suggesting in local meetings. Therefore, the Italian delegation will consider this issue in meetings and contacts at European level in order to decide whether cash must be included or not in the scope of the Convention. In this regard it should be remarked that the draft of the European directive on financial collateral arrangements expressly includes cash in its scope. Nevertheless the same draft does not include cash in the assets for which conflict of laws rules apply.

Article 1(1): "intermediary"

Canada: La délégation canadienne estime que la dernière partie de cette définition « ou aussi bien pour autrui que pour son propre compte » devrait être retirée, car elle est davantage de nature interprétative. Le projet actuel est **confus**. Il n'est pas clair pour nous que l'expression « et agit en cette qualité » vise à référer à l'activité professionnelle ou à l'activité de tenir des comptes de titres pour autrui seulement. Il faudrait plutôt pouvoir lire la définition de « intermédiaire » de la façon suivante :

« intermédiaire » désigne toute personne qui, dans le cadre de son activité professionnelle ou à titre habituel, tient des comptes de titres pour autrui et agit en cette qualité ;

La délégation canadienne estime également que le terme « personne » devrait être défini. De nombreux acteurs du marché, tels que les trusts et les associations non dotées de la personnalité morale, ne seraient pas nécessairement considérés comme des personnes aux termes de la loi canadienne. Les États ne seraient pas non plus considérés comme des personnes aux termes de la loi canadienne. Comme les Etats sont d'importants investisseurs sur le marché mondial, ce serait une grave erreur que cette Convention omette par inadvertance ces investisseurs en tant que « titulaires de comptes de titres ». La définition de « personne » ne doit pas être exclusive. Définir les « personnes » par des concepts pourrait être plus inclusif et apporter une certaine souplesse à la définition. La définition de « personne » devrait inclure les concepts suivants :

(1) Les individus, tels que la personne physique, agissant de façon quelconque pour une autre . . .;

(2) Les personnes morales dotées d'une personnalité juridique telles que « body corporates » . . .;

(3) Les entités non dotés d'une personnalité juridique tels que les partenariats, les associations non constituées en personnes morales, les syndicats non constitués en personnes morales, les organismes non constitués en personnes morales ;

(4) Les États ou leurs organismes ;

The Canadian delegation is of the view that the latter part of this definition "or both for others and for its own account" should be deleted from the definition, as it is more interpretative in nature. The current draft is confusing. It is not clear to us that the expression "and is acting in that capacity" is intended to refer to the business or activity of maintaining securities accounts for others only. The definition of "intermediary" should read instead:

"intermediary" means a person that in the course of a business or other regular activity maintains securities accounts for others and is acting in that capacity;

The Canadian delegation is also of the view that the word "person" should be defined. Many market participants, such as trusts and unincorporated associations, would not necessarily be considered persons under Canadian law. Governments would also not be considered persons under Canadian law. As governments are significant investors in the global market place, it would be a huge mistake if the scope of this Convention inadvertently omitted such investors as "account holders". The definition of "person" need not be exclusive. Defining "persons" with concepts may be more inclusive and bring flexibility to the definition. The definition of "person" should include the following concepts:

(1) individuals or natural persons, including such persons acting in some capacity for another;

(2) legal persons endowed with juridical personality such as body corporates;

(3) entities not endowed with juridical personality such as partnerships, unincorporated associations, unincorporated syndicates, unincorporated organizations;

(4) governments or agencies thereof;

Article 1(1): "intermediary" – CSD / ICSD issue

European Banking Federation: Apparently no agreement has been reached as to whether the definition of "intermediary" would cover central securities depositaries (CSDs) and international central securities depositaries (ICSDs). Clearly it should. In order to avoid any confusion on this point, we would recommend to include CSDs and ICSDs in the definition. One could suggest the following wording for the definition of "intermediary":

"any custodian, depositary or other person including central securities depositaries (CSDs) or international central securities depositaries (ICSDs) that in the course of business maintain securities accounts either for others

and/or for their own account and are acting in that capacity, regardless of whether it holds these securities directly or indirectly."

Should the above definition not be amended, it should at least be made clear in the explanatory memorandum or the preamble to the Convention that CSDs and ICSDs are covered in the definition of "intermediary" (see further comments under 1(4)).

Article 1(1): "relevant intermediary"

United States of America: Proposal to change current wording:

"relevant intermediary" means the intermediary that maintains the securities account for the account holder;

This change to the definition makes consistent the use of the term "maintain" across the terms intermediary, relevant intermediary, account holder and securities account.

Article 1(1): "relevant intermediary" / "relevant securities"

Sweden:[1] We also take the opportunity to lance the idea of introducing the term "relevant securities" which could be defined as "the securities which the disposition in question concerns". In line with that, the definition of "relevant intermediary" could be slightly changed, we would suggest the following wording: "Relevant intermediary" means the intermediary with whom the account holder maintains the securities account [to which the relevant securities are credited at the time of the disposition in question]. This would take care of *e.g.*, the situation where securities do not remain with the collateral provider but the collateral taker has not yet got the securities.

Article 1(1): "securities account"

United States of America: Proposal to change current wording:

"securities account" means an account maintained by an intermediary to which securities are credited;

This change to the definition makes consistent the use of the term "maintain" across the terms intermediary, relevant intermediary, account holder and securities account.

Article 1(1): "account holder"

Finland: As we have emphasized previously, the definition of an account holder is still unclear. The phrase "in whose name an intermediary maintains a securities account" may give an impression that the intermediary is acting as an agent to the account holder which is problematic in the Nordic countries. There was a common understanding in the Special Commission that the agents of the account holders, *e.g.*, the "account operators" of the Nordic book-entry systems are not intermediaries. This was the original "Nordic exclusion" and the original reason for the present Article 1(4) although the function of that paragraph is now different, namely to solve the "CREST problem." We recommend returning to the old formulation in the "annotated July 2001 draft" ("a person to whose securities account securities are credited").

Article 1(1): "disposition"

Sweden:[2] As to the definition of "disposition" we wonder if the use of "transfer of title" clearly enough shows that "disposition" means the *inter partes* connection and not the relationship with third parties. If there is an uncertainty in this respect the wording "transfer of title" could be exchanged to "agreement regarding transfer" or something similar. Furthermore, it seems that this clearly marks the difference between the terms "disposition" and "perfection".

Article 1(1): "insolvency administrator"

Giovannini group: It would be helpful to be reminded of the reasons why this was dropped from the draft, given the importance of this notion in the EU Insolvency Regulation.

Article 1(2): "lien by operation of law"

Germany: Article 1(2) includes statutory liens in favour of the relevant intermediary in the scope of the Convention. The term "lien" should be defined more precisely. In particular, it should only cover liens that are created by the custodial relationship. The Federal Ministry of Justice *proposes the following wording*:

". . . , as well as a lien by operation of law, in favour of the account holder's intermediary, with regard to such intermediary's claims resulting from the purchase, administration or safekeeping of the respective securities."

Furthermore, the term "lien" would have to be distinguished from the term "security interest" used elsewhere in the text. Finally, it would have to be made clear that statutory liens under a law other than the PRIMA law are excluded.

Portugal: The enlargement of the scope of the Convention to the situations of "lien by operation of law" should be clarified in the Explanatory Report. The report should be drafted in order to exclude the application of the Convention to situations of public law nature.

Bundesverband deutscher Banken: Article 1(2) includes statutory liens in favour of the relevant intermediary in the scope of the Convention. We believe that the term "lien" should be defined more precisely. In particular, it should only cover liens that are created by the custodial relationship. The Convention *could read as follows*:

". . . , as well as a lien by operation of law, in favour of the account holder's intermediary, with regard to such intermediary's claims resulting from the purchase, administration or safekeeping of the respective securities."

Furthermore, the term "lien" would have to be distinguished from the term "security interest" used elsewhere in the text. Finally, it would have to be made clear that

[1] The comments in this paper are made with a note taken to the competence that might fall to the European Union.

[2] The comments in this paper are made with a note taken to the competence that might fall to the European Union.

statutory liens under a law other than the PRIMA law are excluded.

Giovannini group: The use of the words "as well as" implies that a lien by operation of law is not a disposition. The word "including" might be better.

Article 1(4): Options A and B

Belgium: We favour Option A which appears to us as less disputable and more accurate for the purposes of addressing the exclusion of registrar functions in relation to the issuer. We suggest the deletion of Option B. Should the case of CREST system in relation to Irish equities not be satisfactorily addressed under Option A – What about the position of Irish authorities? We are however open to address it through any other wording.

Finland: We are still open to both Option A and Option B of Article 1(4).

The problem of definitions direct and indirect holding

Traditionally, the Nordic CSDs have been regarded as "direct" holding systems. However, there are different concepts for a "direct" system and an "indirect" system that impede rational discussion on the role of the CSD in the future world of the Convention.

For the United States, the essential element of direct holding, either in paper form or dematerialised form, is that the beneficial owners of securities have a direct relationship with the issuer of the securities, either directly or through "transfer agent" (see the Prefatory Note to Revised (1994) Article 8 of the Uniform Commercial Code). In "indirect holding" systems, by the United States definition, "the issuer's records do not show the identity of all of the beneficial owners. Instead, a large portion of the outstanding securities of any given issue are recorded on the issuer's records as belonging to a depository." For other jurisdictions, the directness *vs.* indirectness has more to do with the intermediary's relationship to a security certificate than to the issuers' records. The multi-layered pyramid of banks is often connected to the definition of "indirectness" but that is not necessary or the main point (see also Randall D. Guynn, "Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws. A Discussion Paper on the Need for International Harmonization." *Capital Markets Forum*, Section on Business Law, International Bar Association (1996, available in pdf format on the Internet at < www.dpw.com/iba/modernization.pdf >), p. 14 (claiming that indirect holding is not connected with dematerialized securities but holding securities through accounts with one or more tiers of intermediaries). So, the dichotomy directness-indirectness seems somewhat confused and above all inoperative and should not be laid as bedrock for any common international instrument without further examination and analysis. There is, however, a recital 8 in the common position on collateral directive according to which the choice of law rules do not apply to "directly-held" securities. Comparing the proposed collateral directive and the Convention text it is not entirely clear what exactly "directly-held" securities would mean in different circumstances. As explained above, the dichotomy between "directly-held" and "indirectly-held" securities may prove impractical in different fact-patterns involving different jurisdictions of issuance. Therefore the practical way to solve the problem is to concentrate to the definition of an "intermediary" as done in the present draft of the future Convention. In line with this, we interpret recital 8 of the proposed directive so that the law of the account rule of the proposed directive can be applied also to CSDs when they are acting as intermediaries. In our opinion, the proposed directive is not a hindrance for regarding CSDs as intermediaries in the context of this Convention, as explained below. Furthermore, according to the Council's and the Commission's common understanding, when this future Convention has been finalised, it shall be examined, whether the choice of law rules of the collateral directive may have to be reviewed in the light of the future Convention. The Commission shall be invited to inform then the Council and to make appropriate proposals, where necessary. This kind of positive argumentation toward the role of CSDs as intermediaries is also reflected in the present draft of the Convention. All references to directness and indirectness have been deleted and the emphasis is concentrated on the concept of intermediary, both in the title and the draft Convention text itself. According to Article 1(1) of the present draft, an intermediary "means a person that in the course of a business or other regular activity maintains securities accounts for others or both for others and for its own account and is acting in that capacity." We see that the Nordic CSDs, *i.e.*, Swedish VPC, Norwegian VPS, Danish VP and Finnish APK, are in principle intermediaries when they maintain securities accounts "directly" for the account holder. When they act in their other roles, *e.g.*, hold shareholder registers for the issuers, they do not, of course, act as intermediaries and the future Convention does not apply to those activities. It is important to note that there has been no problem so far in determining the applicable law to the accounts maintained by the Nordic CSDs. According to our national legislations, the law of the CSDs is applied to the accounts maintained by them, *i.e.*, Danish law for VP, Finnish law for APK, Norwegian law for VPS, and Swedish law for VPC, respectively. This has worked well and we do not want to change this. It must be born in mind that the Nordic CSDs have a special status of their own. They carry a public responsibility of maintaining our national book-entry systems for domestic securities under national public legislation and the Convention should not change this situation. On the other hand, when CSDs are maintaining accounts for foreign securities they are, however, clearly in a comparable position with other intermediaries with no special restrictions.

Some observations concerning the two options for Article 1(4)

This complex situation should be taken into consideration in the future Convention, and it can be done by both in Option A and in Option B of Article 1(4). Article 4(2) is based on a restrict principle of freedom of contract. There is no contract, at least when the Finnish APK is concerned, between the CSD and the account holder. In our opinion, the Convention would not change present situation because Article 4(4) is directly applied, and the applicable law is also according to the Convention the law of the CSD, as it is now. Considering Option A, there are public policy reasons to restrict the national CSDs right to agree on foreign law when domestic securities are concerned. We understand also the political problems forming the background for the United Kingdom's position and CREST. We see that both these objectives can be reached under Option A. National legislation might also be a solution for the United Kingdom in solving the CREST problem. These questions should be addressed also in the Explanatory Notes when discussing the special public policy roles of the Nordic CSDs and the special status of CREST. Option B is acceptable also. It would give us an explicit possibility to restrict the freedom of choice of the CSDs to agree on foreign law by opting them out with a declaration from the Convention when domestic securities are concerned. In Option B, it is not, however, entirely

clear what a "primary record of entitlement" means and which CSD-type of institutions could or should be declared under Option B in order to preserve the present recognised legal structure of such systems. This ambiguity might cause unnecessary declarations when a State is not sure whether an intermediary is maintaining securities accounts in a manner which can be interpreted by someone as being "primary record of entitlement." On the other hand, there might be a State whose government does not make the declaration because it is for it "self-evident" that the intermediary in question is an intermediary and not a person maintaining primary records. In both options, it is important that the brackets are deleted in Article 1(4)(a). It is essential that the account operators acting as mere agents for the Nordic CSDs are excluded outside the definition of the intermediary. The agreement between the account operator and the account holder should never determine the applicable law to the account maintained by the CSD.

Germany: Both options provided for under Article 1(4) exempt certain persons who record dispositions of securities in registers, books, etc. from the term "intermediary" as defined in the Convention. The reason for such a differentiation is not apparent. One reason may be due to differences in how the law is understood in the different States. It may be necessary to further clarify the underlying situation and to take a closer look at the need for such exemptions. The Federal Ministry of Justice points out in this connection that the more exemptions are allowed, the more the aim of the Convention, namely simplifying arrangements in practice, will be jeopardised. In this light, the Federal Ministry of Justice is not convinced of the exemptions from the term "intermediary" as they would mean that it would virtually no longer be possible to clearly determine the applicable law. Allowing exemptions runs counter to the practical needs of the parties to dispositions of securities.

Italy: The Italian delegation strongly supports Option B with the following comments:

– in para. 4, litt. (a), the words "registrar or" should be kept in the text out of brackets;

– It is not clear from the text of **para. 5** if the declaration is conceived in order to express in general terms the fact that a certain model of maintaining records "of particular securities which constitute the primary record of entitlement to them" provided for by the law of the declaring State is to be treated as an intermediary under the Convention, or if it will consist of a specific case-by-case declaration. While the latter will allow to indicate clearly which systems fall under the Convention, but it will have to be updated from time to time, the former will permit to describe a certain regime within the State in a more comprehensive way.

In any case Italy is convinced that national central depository systems should be included in the scope of the Convention either by means of such a declaration, or by a direct inclusion in the definitions of the Convention. Nevertheless, Italy is convinced that the present drafting includes already these systems and that, in reality, the declaration referred to above should be used for their exclusion. Apart from that, the possibility of including systems under which some intermediaries keep securities records on their own account should be considered. Otherwise such systems would fall outside the Convention following the new version of the definition of "intermediary" in Art. 1(1).

Luxembourg: A priori l'option (A) de l'article 1 (4) est privilégiée étant donné qu'elle est en harmonie avec l'objet que la Convention a depuis le début visé, à savoir la couverture des titres détenus auprès d'un intermédiaire et non pas des titres détenus auprès du détenteur primaire pour lequel il existe a priori peu de discussions quant à la loi applicable. Le Ministère de Justice se réserve cependant le droit de revoir sa position après la finalisation de ses consultations avec les professionnels concernés.

Norway: To avoid any uncertainty the Convention should apply to all intermediaries who maintain securities accounts on behalf of others. References to primary record, directness and indirectness should not be a determining factor as the definitions of these terms varies from jurisdiction to jurisdiction. In our opinion the Nordic CSDs are clearly intermediaries when they maintain securities accounts "directly" for the account holder. In addition the Nordic CSDs also maintain the shareholder registers for the issuers. The Convention of course does not apply to activities the CSDs carries out in this capacity. Conflicts of rights related to securities held in so-called direct holding systems will rarely involve other jurisdictions than the one governing the CSD when the right in question is connected to a domestic security. However this is not a valid reason to exclude such CSDs from being covered by the Convention. On the other hand, if the security in question is not domestic, even if it is issued through the CSD (*i.e.*, shares in a Danish company issued in the Norwegian CSD), there would be a need for clear rules relating to choice of law. The Convention should make it clear that even though VPS in the example acts as the primary record (or registrar) for the Danish issuer, it is Norwegian law that governs transactions on the account of the account holders. In addition to this, there is a need for certainty to which law applies when direct holding systems operate links to other CSDs. Option B could lead to the assumption that it was another rule than PRIMA that applied to securities held through links operated by direct holding CSDs before the declaration was submitted. Therefore we are strongly in favour of Option A. We think that the main rule should be that it is the place of the relevant intermediary that determines the applicable law, regardless if it is a direct or indirect holding system. However, we do appreciate that the United Kingdom may have some difficulties if there is no possibility to withdraw certain institutions from this rule. We therefore would encourage the Drafting Committee to consider an opt-out facility for this purpose.

Sweden:[3] It is of utmost importance that Nordic CSDs are covered by the Convention. The distinguishing between directly and indirectly held systems is not essential. The definition of "intermediary" covers in our opinion central securities depositaries in general and therefore also the Nordic CSDs. When Nordic CSDs maintain securities accounts directly for the account holder they should be considered as intermediaries. In the light of these comments we are in favour of Option A. To avoid a wrongful use of the Article, and more specifically the word "merely", we wonder whether the introductory lines could be adjusted as follows: A person shall not be considered an intermediary [regarding a certain disposition] for the purposes of this Convention merely because [it regarding such disposition] – . Consequently, the word "it" in the beginning of (a) and (b) should be deleted.

European Banking Federation: Both options provided for under Article 1(4) exempt certain persons who record dispositions of securities from the term "intermediary" as defined in the draft Convention. We do not understand the

[3] The comments in this paper are made with a note taken to the competence that might fall to the European Union.

need for such exemptions. The exclusion of certain market participants does not reflect daily business reality. The Convention would therefore provide for exemptions that are not regarded as such within the relevant capital markets. The more exemptions are allowed, the more the added value of the Convention will be diminished as the determination of the applicable law for these exemptions will not be possible. The definition of "intermediary" should apply regardless of whether securities are held in physical form or in dematerialised form. In addition, as already mentioned, central securities depositaries (CSDs) and international central securities depositaries (ICSDs) must be included in the definition of "intermediary" (see further comments under 1(1) – intermediary).

Bundesverband deutscher Banken: Both options provided for under Article 1(4) exempt certain persons who record dispositions of securities in registers, books, etc. from the term "intermediary" as defined in the Convention. It is not quite clear to us why such a differentiation is made. This may be due to differences in how the law is understood in the different States. It may be necessary to further clarify the underlying situation and to take a closer look at the need for such exemptions. It should be remembered in this connection that the more exemptions that are allowed, the more the aim of the Convention, namely simplifying arrangements in practice, will be jeopardised. In this light, we reject exemptions from the term "intermediary" that are not perceived by the market, as they would mean that it would virtually no longer be possible to clearly determine the applicable law. Allowing exemptions runs counter to the practical needs of the parties to dispositions of securities. We also believe that the mere fact that securities are dematerialised cannot be allowed to determine that a system which administers these dematerialised securities as book entries is not an intermediary. Instead, the term "intermediary" should apply regardless of whether securities are held in physical form (be it global certificates) or in dematerialised form. Furthermore, our understanding is that final custodians (*e.g.*, central securities depositories) are also intermediaries. The declaration mechanism proposed under Option B is unlikely to simplify things here. Experience made with the European Investment Funds Directive has shown that such declarations are not furnished in most cases and ultimately not requested either. If, however, States do not furnish the required declarations, so that an up-to-date list of intermediaries cannot be made available to the interested parties, this would lead to considerable legal uncertainty.

Giovannini group: We have some issues with this, both as to Option A and Option B (and in that case also as to Articles 1(5) and 1(6)). Generally, there appears to be unanimity as to the policy that records onto which securities are issued should not be (and do not need to be) covered by the Convention. The role played by records is constitutive of the issue, and not part of the secondary market trading in the issue. Whilst in some cases entities maintaining such records may initially appear to be intermediaries, there are in fact no upper tier holdings in respect of which they play any intermediating role. That being so, we wonder whether the matter could not be addressed in the definition of "*intermediary*", rather than in special provisions of this nature. To do so might in one fell swoop deal with the other issues mentioned below.

• What consideration has been given to the difficulty of meshing the declaratory regime proposed in Option B with the existing declaratory regime provided for in the Settlement Finality Directive?

• In Article 1(4)(b) (Options A and B) the drafting could make better use of defined terms *so as to read*:

"(b) it records in its own books details of ~~securities credited to~~ securities accounts for the account holders of which ~~maintained by an intermediary in the names of other persons for whom~~ it acts as manager or agent or otherwise in a purely administrative capacity."

• Article 1(5) says that each Contracting State "*shall declare*": this appears to be a positive obligation imposed every time a security is issued onto the books of a person. We are not sure this is workable – it would require State involvement in every issue of securities and would in so doing introduce unwelcome public role into a market function. Nor is it clear how in fact each State would be able to monitor its obligation under this paragraph.

• Article 1(6)(b) seems to extend the obligation to States that might not be party to the Convention.

• Article 1(5) introduces the term "primary record of entitlement" – it is not clear what this means, nor that its meaning is unambiguous.

• How is it proposed that the text in Article 1(6)(a) will operate to identify the relevant States proposed to be empowered to make a declaration, where the very difficulty of identifying in which State a record is maintained is that which has given rise to the problems that the Convention as a whole seeks to solve?

Article 1(5)

Bundesverband deutscher Banken: Paragraph 5 is not only geared to the time of ratification of the Convention but also allows subsequent modifications of the declaration. This raises the question of how it can be ensured that such subsequent modifications do not affect determination of the law applicable to dispositions that have been agreed or concluded. Paragraph 4 has been amended to include the wording ". . . operates a system or arrangement for the transfer of those securities on records of the issuer". It is questionable whether this additional differentiation is required. It is also not clear how the wording ". . . maintains records of entitlement to securities which constitute the primary record of entitlement to them . . ." in paragraph 5 is to be understood compared with the wording used in sub-paragraphs (a) and (b) of paragraph 4 and what it is actually supposed to mean. It should also be noted that, if exemptions from the term "intermediary" are actually allowed, it may have to be examined whether German custodians also constitute such an exemption.

Article 2(1) vs. 2(2)

Giovannini group: It was stated during the Special Commission that the broad effect of Article 2 is to limit the Convention to conflict of law issues, and not substantive law rules. In this sense, the Convention determines the law that will govern proprietary matters. It does not answer the question whether a right will be proprietary or contractual, but it does determine which law will supply that answer: the PRIMA law. Nonetheless, there remains a query whether the split between the issues specified in Article 2(1) and those in 2(2) is exact, in that some of the rights arising in relation to securities are of their nature contractual. Suppose, by way of hypothetical example, there are two claimants to the same debt security and that, under the Convention, the PRIMA law is that of country A and, as to the Article 2(2) issues, the law is that of country B. Is it possible that one claimant might successfully assert under law A that he owns the security (an

Article 2(1) issue) at the same time as the other successfully asserts under law B (an Article 2(2) issue) that he is the one entitled as a matter of contract (*i.e.*, under the terms of the debt) to be paid? If the essence of a debt security is a contractual right to be paid, is there a difference between saying "I own this security" and "I have a contractual right to be paid"?

Australia: In Articles 2(1)(d) and 8(3) we are concerned about the use of the terms "priority over a competing interest" and "priorities between competing interests" and the potential confusion that may arise without explanation of the intended operation of these words. It is understood that these phrases are intended to cover the situation where there are competing interests in relation to the same securities. However, there is some potential for them to be interpreted in a number of jurisdictions as referring to priorities associated with competing interests in all the property of a person subject to insolvency proceedings. The Australian delegation put forward suggested amendments to the wording at the January 2002 meeting although little support was received for the proposed amendments. We are still concerned about the potential for confusion that may arise if no clarification is provided. One means by which this could be clarified is to include in the explanatory material accompanying the Convention a statement indicating the intended use of these terms, emphasising that they do not refer to priorities in the context of insolvency.

Article 2(1)(f)

Giovannini group: Are the words "an interest in" necessary? Securities are already defined as including interests in securities.

Article 2(2)(c)

Giovannini group: In relation to the Eurobond market, it is important that the Convention (and other legislation in this area) should leave alone the contractual arrangements set out in a bond (and other documents constituting the issue), which should continue to be governed by whatever law the parties to the bond chose. In particular, the issuer should not have to look beyond the terms of the bond, interpreted under its governing law, to determine how it gets a good discharge for its debt and how the bond is to be legally transferred. The draft gives significant comfort on these points. However, Article 2(2)(c) does not cover all the situations that need to be covered. This is because bonds often contain provisions which are not necessarily "rights" or "duties" of the issuer. For example, bonds contain provisions for meetings of bondholders, detailing who can attend and vote at meetings and in what circumstances majority decisions can bind minorities. Are these provisions "rights" of the issuer? If there is a vote to default the issue, the "right" to participate in the meeting arguably belongs to the bondholder, rather than the issuer. If so, would it be covered by Article 2(2)? In addition, bonds frequently have other parties apart from issuers – the most obvious example being a guaranteed bond. Article 2(2)(c) would not save these other parties from being sucked into the Convention. Since the draft makes it clear that the rights and duties of an issuer in relation to any other person are not altered by the Convention, why does it not also make it clear that the rights and duties of the holder in relation to any person other than the issuer are also not so altered?

Article 4: "timing issue"

Finland: As we have stressed before, it is important to clarify explicitly the relevant time that determines the applicable law so that the contracting parties would not be able to change the applicable law freely to detriment of third parties. This is essential if we accept the freedom of contract suggested in Article 4(2) but it has never been properly addressed. At least the Finnish market has expressed its concerns of this source of legal uncertainty. Therefore, there should be a rule in the Convention protecting validly established rights from change of law by an agreement between the intermediary and the account holder. It is not tolerable that the intermediary and the account holder could by agreeing on the chance of applicable law affect the legal status of third parties and so put their property rights and their established priority perfected according to the then applicable PRIMA law on risk.

Norway: It should be made clear that it is the time of the perfection of the registrations that is decisive as to the law applicable. It should be made absolutely clear that the account holder and the intermediary can not alter the agreement as to where the intermediary is located, whit the effect that a perfected transaction that involves a third party becomes unperfected under the new jurisdiction.

Sweden:[4] There is no definition in the draft Convention of the time at which the applicable law is determined. In our mind it is absolutely crucial to clarify explicitly what is the relevant time that determines the applicable law. As we see it there are three different questions.

- At what time should the relevant intermediary be decided?
- At what time should the State of the relevant intermediary be decided?
- At what time should the relevant intermediary have an office within that State engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts?

When deciding the three questions the decisive fact should be at what time the disposition in question was made. The first question could be dealt with already in the definitions, see below the definition of relevant intermediary, whilst the second and third question could be answered in Article 4(2). One solution would be to *state in the text*: *That State is the State within which the account holder and the relevant intermediary [at the time of the disposition in question] have agreed [that] the securities account will be maintained, provided that the relevant intermediary [at the same time] has an office . . . or another State.*

ISDA: We are aware that some commenting parties have suggested that a rule should be included determining the time at which the applicable law is to be determined. We do not see the necessity for such a rule. The time for determination of which law applies will depend on the question that is being considered, and we believe that a court is likely to determine that time according to general principles of broader application than the Convention.

European Banking Federation: There is no definition as yet in the draft Convention of the time at which the applicable law is determined. Problems may arise if, in the period between the disposition and subsequent litigation concerning the disposition there has been a change in

[4] The comments in this paper are made with a note taken to the competence that might fall to the European Union.

the actual circumstances which would affect the determination of the applicable law. In such a case, the applicable law should not be the one applicable at the moment that the dispute is brought before the court. In order to ensure legal certainty, the applicable law should be the one applicable at the moment of perfection of the disposition agreement.

Bundesverband deutscher Banken: The draft Convention does not yet contain any provision dealing with the question of the time that is important in determining the applicable law. Problems may arise if, in the period between the disposition and subsequent litigation concerning the disposition or subsequent lien enforcement, there has been a change in the actual circumstances which would affect determination of the applicable law. The parties to a disposition can only determine the applicable law at the time of the disposition. Any subsequent change in the reference point should not be allowed to lead to a different law then being applicable to the disposition.

Article 4(1): Super-PRIMA / page 37-problem

Japan: 1. The Japanese delegation in principle supports this "Indirectly Held Securities" project of the Hague Conference on Private International Law and strongly hopes to have a successful Convention on this matter. As this delegation has pointed out in the series of meetings since January 2001, however, this delegation has one great concern about the preliminary draft from the viewpoint of consistency with many countries' substantive laws. A serious problem emerges, in our view, especially on the occasion when the State of the place of an account holder's relevant intermediary is different from the State of the place of its counter party's relevant intermediary.

Example:

2. Suppose, for instance, that an account holder (X) provided 1,000 titles of its rights to another account holder (Y) in their collateral or sales transactions and the State of the place of X's relevant intermediary (A) is different from the State of the place of Y's relevant intermediary (B). In the substantive law systems of many countries, including Japan, the relevant rights are deemed to be directly transferred, from the legal point of view, from X to Y, even if the data of the rights are actually transferred from A to B via their mutual relevant intermediary (C). In other words, from the legal viewpoint of these countries, these transactions are deemed to be not four dispositions (X-A, A-C, C-B and B-Y) but only one disposition (X-Y). On the contrary, from the legal viewpoint of a number of countries, including the United States, which adopted so-called "security entitlement" systems in its substantive law, these transactions are deemed to be not one disposition (X-Y) but four dispositions (X-A, A-C, C-B and B-Y). This treatment is based on one fundamental principle maintained in the substantive law systems of these countries: the rights X has provided are the completely same ones as the rights Y has received. Under this principle, if X alleges that the transactions between X and Y were invalid or ineffective, the proprietary aspect of the rights will be usually decided in the lawsuit which X directly brings against Y. (Even in the United States, there is a similar type of lawsuit called an "Adverse Claim".) If X is granted to recover the rights in the lawsuit, it automatically means that Y is not the proprietor of the rights. If Y is approved to maintain the rights in the lawsuit, it automatically means that X is not the proprietor of the rights. Under this principle, in other words, if X wins the case, Y will lose it. If Y wins the case, X will lose it. And the total amounts of the rights are always fixed in these systems. This delegation believes that we should consider the existence of such a principle or system in many countries in the further discussion of this draft Convention.

3. If the law applicable to the issues specified in Article 2(1) regarding X's rights is the law of the State of the place of A and the law applicable to the issues specified in Article 2(1) regarding Y's rights is the law of the State of the place of B, the above principle or system cannot be maintained any more in these countries. Theoretically, there is an occasion that X's rights are perfected according to the law of the State of the place of A and, at the same time, Y's rights are also perfected according to the law of the State of the place of B.

First, it follows that the dispute between X and Y cannot be resolved any more in the lawsuit which X directly brings against Y. In addition to the fact that the law applicable to X's direct claim against Y is still unclear, especially on this contradictory occasion, the court must be puzzled for making a decision on the direct claim.

Second, if X can recover 1,000 titles of the rights and, at the same time, Y does not lose 1,000 titles of the rights, the total amounts of the rights increase by 1,000 titles. We have to face another serious problem: who should bear a responsibility about the increased rights? (There are many States that have no countermeasure against such increased rights in their substantive laws. Although a number of States, including Japan, have countermeasures for the multiplied data or rights in their substantive laws, these countermeasures may not work well for the unexpectedly increased rights on the above occasion. Since the policies of the countermeasures of these States more or less differ, even if some of these countermeasures do work for this occasion, the law applicable to this matter has to be decided. But the choice-of-law rules on this matter are still unclear, too.) (Further, the treatment of the increased rights is more serious in many countries on the occasion when an issuer has to identify its shareholders or bondholders.)

4. These problems are extremely serious especially for the countries which adopt the above-mentioned principle or system in their substantive laws. To avoid these problems, for instance, there might be an idea described in the Work. Doc. No 21 ("Proposal by the delegation of Japan") in the meeting on January 2001: "In case of two or more relevant intermediaries involved in a disposition, the law applicable to the issues specified in paragraph 1 of Article 2 is the law of the place of the relevant intermediary of the account holder who is the recipient of the disposition." (As the Association of German Banks mentioned in its comment compiled in Preliminary Document No 5, the Section 17(a) of the German Safe Custody Act (*Depotgesetz*) adopts a similar idea.) However, this delegation understands that such an idea has another problem. (It is practically, or sometimes theoretically, impossible, for instance, to identify its own counter party especially in the sales transactions in the securities market.) (There might be another idea to avoid these problems: for instance, to get the above-mentioned direct claim out of the scope of this Convention or to limit the scope of the Convention only to the collateral or sales transactions made solely between an account holder and its intermediary. However, this delegation understands that these ideas have other problems, too.)

5. This delegation sincerely requests all the Member and non-Member States to examine this serious issue considering their own substantive law systems.

Bundesverband deutscher Banken: We generally welcome reference to the relevant intermediary (PRIMA), as this would make it easier in many cases to determine the

law applicable to a cross-border disposition of securities. However, stipulating that different laws apply to the different stages of a custody chain is likely to mean that conflicting rights in respect of the same securities may be established. The Convention should therefore contain a provision covering these cases. For this purpose, it may be necessary to identify such cases and appropriate solutions beforehand.

Article 4(2): general principle

Belgium: We strongly support the current wording.

Canada: La délégation canadienne reconnaît que l'actuel paragraphe 4(2) est le reflet d'un compromis et qu'il devrait constituer la base de nos commentaires. Or, nous aimerions rappeler notre préoccupation fondamentale face au fait qu'en substance le projet de paragraphe 4(2) contredit l'élément le plus fondamental de la loi PRIMA en imposant une épreuve de réalité fondée sur le lieu de la tenue de ces comptes plutôt que sur le lieu où se trouve l'intermédiaire. En supposant que le paragraphe 4(2) soit conservé dans sa formulation actuelle, alors, à notre avis, le concept d'une « liste blanche », tel qu'énoncé à l'article 4 *bis* devient absolument nécessaire afin de supprimer toute incertitude quant à la signification de « un établissement dans cet Etat exerçant à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de comptes de titres . . .» que l'on trouve au paragraphe 4(2). Sans cette « liste blanche » il serait extrêmement difficile pour un tiers d'établir si le lieu convenu répond à l'épreuve de réalité visée au paragraphe 4(2). Veuillez vous reporter à nos commentaires ci-dessous concernant l'article 4 *bis*.

The Canadian delegation recognizes that the current Article 4(2) reflects a compromise and that it should be the basis of our comments. However, we would like to reiterate our fundamental concern that the substance of draft Article 4(2) contradicts the most basic element of PRIMA by imposing a reality test that focuses on the location of maintenance of the account instead of the location of the intermediary. Assuming that Article 4(2) remains as is currently drafted, we believe the concept of a "white list" as set out in Article 4 *bis* becomes absolutely necessary in order to remove uncertainty about the meaning of "an office within that State engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts . . ." in Article 4(2). Without such a "white list", it would be extremely difficult for a third party to determine whether the place agreed meets the "reality test" in Article 4(2). Please see our comments below on Article 4 *bis*.

France: La délégation française se félicite que la volonté des parties soit le critère de localisation principal du lieu de l'intermédiaire pertinent. Cette localisation par la volonté apparaît en effet comme la seule option opérationnelle. Elle est de plus sans danger dès lors que la volonté est encadrée par des critères qui attestent de la réalité de la tenue de compte et qui garantissent à ce titre une certaine sécurité juridique.

Italy: The Italian delegation supports the present version of the PRIMA rule as the only possible compromise achieved by the Special Commission.

EFMLG (one of three questions on which the group seeks clarification): 2. The formulation of the PRIMA rule set out in Article 4 of the Convention is worded differently from the formulation adopted for the proposed Collateral Directive, the Settlement Finality Directive, the Directive on the winding-up of credit institutions and the Insolvency Regulation. To what extent is this difference one of substance, and what will be the practical consequences for those European Union Member States adopting the Convention?

ISDA: Article 4 represents the heart of the proposed Convention. We support the current approach of Article 4 and, in particular, the test set out in paragraph (2) of Article 4. Assuming that it is accompanied by a so-called "white list" and (possibly) a so-called "black list" (regarding which see below), this approach appears to command widespread support among ISDA's members.

Bundesverband deutscher Banken: The amendments to Article 4(2) mean that more scope is allowed in agreeing the relevant intermediary. This is ensured, firstly, by reference to the State instead of the place and, secondly, by the updated "reality test". Generally speaking, the current wording appears acceptable if a reality test is still regarded as necessary, with the interpretation under Article 4 *bis* assuming particular importance.

Giovannini group: It is not clear that there is unanimity about the meaning of the current wording in Article 4(2). This concern is increased by the observation that the legal systems of the 15 European Union Member States pay different levels of regard to explanatory texts published alongside international treaties, implying that, from the European Union perspective, relegating clarifications to the report that will accompany the Convention may not offer much comfort. The experience of Article 9(2) of the 1998 Settlement Finality Directive (the first introduction of the PRIMA concept in European legislation) is illustrative. In the implementation of that Directive it became clear that different views were held as to its meaning. Since the 4(2) provision of this Convention will alter (indeed, identify) the legal nature of the property of investors in securities, it seems to us crucial that its meaning should be clear. It would therefore be of great assistance to know the views of the Permanent Bureau and the Drafting Committee as to the following:

- Does the proviso within 4(2) require that the particular account in question must have any connection with the offices referred to in the proviso? If not, there may be inconsistency with Article 9(2) of the Settlement Finality Directive and the national implementations thereof, Article 10 of the Collateral Directive, and Article 24 of the Directive on the winding-up of credit institutions.

- Does 4(2) apply merely upon there being an agreement of the account holder and the relevant intermediary as to the State within which the securities account is to be maintained, or is it required in addition that that agreement is in fact performed? If so, what would be the consequence if place agreed and place in fact used did not coincide?

- If there is no need to perform the agreement, are there any legal systems that would in consequence not construe what has been agreed as an "agreement" for the purposes of the Convention?

- The drafting seems to leave unresolved the type of case informally referred to as "the page 37 problem". This arises where transfer is made from one intermediary to another, or across the books of one intermediary, from an account for which the PRIMA law is that of country A into an account for which it is that of country B. In both cases it is possible to imagine a conflict of laws arising from the draft Convention's attempt to resolve conflicts of laws. How is it proposed to address this? It has been suggested that, at least in the latter example, the problem could be avoided if each intermediary only ever used one country for the purposes of Article 4(2). Is that what is intended (such an intention underlies the Settlement Finality

Directive)? It was mentioned in the Special Commission that the intention is that, in these cases, the law of country B will prevail. This raises two further questions. First, is that result clear from the draft? Secondly, that result in turn raises the question whether country B is to be the "winner" by virtue of being second, or last. If there is a further accounting event from B to C (so that there are three claimants, A, B and C), is C now the "winner"? If so, C cannot be certain of his rights unless he is sure there is no "D", and so on *ad infinitum*. We very strongly echo the comments made by the delegation from Japan that a solution should be found in the draft to these issues, failing which it is hard to see in what way the Convention would bring legal certainty to the European Union financial markets.

• What is the relationship between the PRIMA test in Article 4(2) and the tests found in Community law? The formulation of the PRIMA rule set out in Article 4 of the Convention is worded differently from the formulation adopted in the proposed Collateral Directive, the Settlement Finality Directive, the Winding-Up of Credit Institutions Directive and the Insolvency Regulation. To what extent is this difference one of substance, and what will be the practical consequences for those European Union Member States adopting the Convention?

• Does the agreement in Article 4(2) of the account holder and the intermediary have to be made with each other? It is quite common for an investor to enter into a broking agreement with a bank and for securities purchased under that agreement to be held in the name of the bank's nominee company. In that situation, the nominee would be the relevant intermediary (*i.e.*, "with whom the account holder maintains the securities account"). But Article 4 seems to anticipate only localising agreements made by the intermediary. Should not the drafting be widened to cover these cases?

Article 4(2): reality test

Italy: The last part of the paragraph 2 ("whether alone or together with other offices of the relevant intermediary, in that or another State") should be kept in square brackets to remind that it has been included in the text at the end of the Special Commission session, but that no exhaustive discussion had taken place on Working Documents No 24 and No 28 that had proposed it. The elimination of such brackets depends to a certain extent upon the content of the "white list" of Article 4 *bis* (1), if agreement will be reached on its inclusion in the Convention. The Italian delegation reminds that the present version allows the parties to open an account in a State and to agree that the account will be maintained in a different State for purposes of this paragraph, provided that the agreement complies with a "reality text", even if a partial one. This conclusion should be expressed very clearly in the Explanatory Report in order to avoid possible misunderstanding before the courts and to exclude any possibility of arbitrary interpretations of choice-of-place clauses. The "reality text" is aimed at ensuring effective protection of the parties by way of linking the choice of the law with the activity of the intermediary.

Article 4(3): express / implied

United States of America: In general we would prefer a period after the word express (*i.e.*, deletion of the reference to implied agreement). We do not believe asking judges to search for the parties implied agreement serves *ex ante* certainty.

Bundesverband deutscher Banken: Article 4(3) refers to an express agreement on the State of the relevant intermediary or an arrangement implied from the terms of the custody agreement as a whole. We assume that mention of the place or State of the relevant intermediary in the General Business Conditions is sufficient and would very much welcome confirmation of this in the Explanatory Report.

Article 4(4): fall-back rule

Canada: La délégation canadienne aimerait suggérer des changements au libellé de cet article. Par exemple, il semble que le libellé de la version anglaise de l'al. 4b) soit incompatible avec celui de l'al. 4a), alors que la version française est plus cohérente. Voici la version française de l'al. 4 (4)a) : « si l'intermédiaire pertinent est doté de la personnalité morale, l'État dont le droit régit la constitution ». Si l'on traduit en utilisant la même terminologie que celle du Code civil du Québec de 1994, cet alinéa devrait se lire ainsi : « *if the relevant intermediary is a legal person, the state under which it was constituted* » Une autre version acceptable serait : « *if the relevant intermediary is endowed with juridical personality, the state under which it was constituted* ». Voici la version française de l'al. 4 (4)b) : « si l'intermédiaire pertinent est une entité non dotée de la personnalité morale, l'État dont le droit régit son organisation ». Ici encore, si l'on traduit en utilisant la même terminologie que ci-dessus, il faudrait lire : « *if the relevant intermediary is a body not endowed with juridical personality, the state under whose law it is organised* ». Au Québec ces entités existent. Par exemple, certains partenariats ne sont pas des personnes morales et ne sont dotés que d'une personnalité juridique incomplète, même s'ils bénéficient de nombre des attributs de la personnalité juridique.

L'alinéa 4(4)b) – surtout pour la version anglaise : Si les commentaires ci-dessus quant aux alinéas 4(4)(a) et (b) ne sont pas acceptés, la délégation canadienne suggèrerait de supprimer les renvois à « *an* » et à « *body* » contenus à l'alinéa b) pour s'aligner sur l'énoncé de l'alinéa a).

The Canadian delegation suggests drafting changes to this paragraph. The English and French versions of subparagraphs 4(4)(a) and (b) are inconsistent. We believe the French version is a better reflection of the intent of the provision. The French version of Article 4(4)(a) states: « si l'intermédiaire pertinent est doté de la personnalité morale, l'état dont le droit régit la constitution ». In translating this provision into English, using terminology that is familiar to "civilists" under the English version of the Quebec Civil Code of 1994, this provision would likely read as follows: "if the relevant intermediary is a legal person, the State under which it was constituted". Another acceptable version could be: "if the relevant intermediary is endowed with juridical personality, the State under which it was constituted". The French version of Article 4(4)(b) states: « si l'intermédiaire pertinent est une entité non dotée de la personnalité juridique, l'état dont le droit régit son organisation ». Again, if we translate this section using the terminology as discussed above, it should read: "if the relevant intermediary is not endowed with juridical personality, the State under whose law it is organised". There are entities or bodies in Canada that are not legal persons or are not endowed with full juridical personality. For example, some partnerships are not legal persons and are not endowed with full juridical personality although

they benefit from numerous attributes of the juridical personality.

Sub-paragraph 4(4)(b) in particular – English: If the general comments above in relation to 4(4)(a) and (b) are not accepted, the Canadian delegation would suggest deleting in the English versions the references to "an" and "body" in sub-paragraph (b) to align it with the wording in sub-paragraph (a).

United States of America: Proposal to change current wording of the chapeau:

"If the State of the place of the relevant intermediary is not determined under paragraph 2, . . ."

The word "cannot" suggests that we are asking a judge to strive to find an answer under Article 4(2). In fact, the fall-back should be automatically applicable if 4(2) is not satisfied either because there is no agreement or because the proviso is not satisfied.

Proposal to change current wording of sub-paragraph (b):

"(b) if the relevant intermediary is unincorporated, the State under whose law it is organised; or"

We think the word "body" is unnecessary and introduces confusion for an intermediary that is not a corporation but also is not a "body".

Article 4 bis (1): white list

Australia: We appreciate that determining the location of the intermediary has been one of the most contentious issues in developing the Convention. The current draft includes both a negative and positive list for determining location. At a general level we are concerned about the complexity that the inclusion of such lists injects into the issue and we question whether in fact the lists add anything to the test. In terms of the items contained in the positive list (Article 4 *bis*(1)) we question what limiting impact the list of items would have. There are potentially a range of relevant factors that could be considered when determining if the intermediary is engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts. While the items that are listed in the positive list do provide an indication of factors that may be relevant in determining when someone is engaging in a business, there may be other factors that could point to this as well. We therefore consider that there is potential for the list to limit the factors that may point to circumstances when someone is engaging in a business. Our preference would therefore be to delete both the negative and positive lists. However, we appreciate that there has been strong support for the lists. If they are to be retained, closer scrutiny of the particular items identified in the lists may be warranted.

Belgium: We suggest the following amendments: In the chapeau of paragraph (1), deletion of the words "but not by way of limitation" [too broad]. Deletion of sub-paragraphs (a) to (d) and (f), as they are not relevant. Sub-paragraph (e) should read: "entries to a securities account by the intermediary are made or managed at that office (and position monitoring is made at that place), such as the booking, recording, transferring, or pledging of interests in securities".

Canada: La délégation canadienne appuie fortement l'idée du maintien de la « liste blanche » et de la « liste noire ». Nous reconnaissons que le projet actuel de paragraphe (1) de l'article 4 *bis* en est à un stade préliminaire et qu'il devra être retravaillé pour élaborer et correctement articuler les critères requis pour la « liste blanche ». Dans l'introduction du paragraphe (1) de l'article 4 *bis*, nous suggèrerions de modifier le qualificatif « *regular* » afin de mieux refléter la version française qui utilise le qualificatif « *habituel* » – terminologie qui correspond davantage au sens qu'on a voulu donner. Peut-être que « *regular* » pourrait être remplacé par « *ordinary or regular* ». Nous remarquons également que le paragraphe (1) de l'article 4 *bis* est très large, ce qui semble nécessaire vu l'impossibilité d'énumérer tout ce qui pourrait constituer une « activité de tenue de comptes ». Comme le critère le plus important des facteurs de la « liste blanche » est de pouvoir être établi de façon objective par des tiers, nous *suggérons d'ajouter le critère suivant :*

« (_) les actes de procédure doivent pouvoir être signifiés de façon efficace à l'intermédiaire auprès dudit établissement; »

Pour les intermédiaires enregistrés au Canada, cela constituerait l'unique critère pouvant dans chaque cas être objectivement établi par des tiers, car il est requis par les autorités canadiennes de réglementation des titres et peut être vérifié auprès des registres publics tenus par ces autorités.

The Canadian delegation strongly supports the retention of the "white" and "black" lists. We recognize that the current draft of paragraph (1) of Article 4 *bis* is preliminary, and requires more work to develop and properly articulate the criteria needed for the "white list". In the "chapeau" of paragraph (1) of Article 4 *bis*, we would suggest modifying the reference to "regular" to better reflect the French text which refers to "habituel" – a more accurate reflection of the intended meaning. Perhaps "regular" could be replaced by "ordinary or regular". We also note that paragraph (1) of Article 4 *bis* is very broad, which seems necessary because it is impossible to list everything that might constitute "maintaining an account". As the most important criterion for "white list" factors is that they must be objectively determinable by third parties, we *suggest adding the following criteria:*

"(_) legal process may be effectively served upon the intermediary at such office;"

For intermediaries registered in Canada, this would be the only criterion objectively determinable by third parties in every case because it is required by Canadian securities regulators and determinable through the public records maintained by the regulators.

Finland: There is a proposition of a white list and a black list in Article 4 *bis*. These lists were originated by a United States suggestion. We have nothing against such lists in principle. Especially the black list in paragraph 2 is recommendable (*cf.* UCC Section 8-110(f)). The white is, however, problematic though we understand the desire of the market for a "safe harbour". There is a risk that the courts regard the list as exhaustive and not only a list of examples. On the other hand, it is in details totally unacceptable. For instance, a mere computer centre cannot be seen as an office (paragraph 1(f), *cf.* paragraph 2(e)).

France: La finalité de cette disposition est de définir l'exercice à titre professionnel ou habituel de l'activité de tenue de compte. Le maintien de cette disposition permet de faciliter la mise en œuvre de l'article 4(2) puisqu'elle propose une liste blanche des activités permettant de cerner cette notion. Les deux activités dont il est fait état aux alinéas (a) et (b) ne doivent en aucun cas être retenues. En effet, le lieu de conclusion du contrat, comme le fait de pouvoir obtenir des informations auprès d'un établissement sont beaucoup trop aléatoires pour attester de l'exer-

cice de la tenue de compte. Admettre ces deux critères dans la structure actuelle de l'article 4 *bis* (1) conduirait indirectement à ouvrir la porte à une autonomie de la volonté totale et donc à nier toute utilité à l'article 4 (2) et aux critères de réalité qu'il contient. De même l'alinéa (f) ne doit pas être retenu puisqu'il contredit totalement l'actuel 4 *bis* (2) (e). Les activités décrites aux alinéas (c) et (e) et sous réserve de certaines corrections, permettent de décrire avec plus de clarté l'activité de tenue de compte. Ceci est tout particulièrement vrai pour l'activité de « suivi de positions et de la relation clientèle » de même que celle qui consiste à « tenir la comptabilité et à inscrire le transfert ou le nantissement des droits ».

Germany / Bundesverband deutscher Banken: The Federal Ministry of Justice is convinced that the "white list" contained in Article 4 *bis* is absolutely essential to determine the applicable law, given the type of "reality check" selected in Article 4(2). Furthermore, the Federal Ministry of Justice supports the fact that Article 4 *bis*(1) is not conclusive. For the purpose of the Convention, it is necessary for there to be no limitation on the activities of maintaining securities accounts, because due consideration should be given to further developments. Nevertheless, the Federal Ministry of Justice proposes some deletions in the text: Article 4 *bis* (1), sub-paragraph (d) should be deleted, as the wording in the first half ("account statements bear an address of that office") means that the address of any office can simply be put on securities account statements, while the alternative in the second half ("or are prepared at that office") also appears to go too far, as it also covers, for example, purely printing-related activities. Article 4 *bis* (1), sub-paragraph (f) should also be deleted, as it is likely to be at odds with Article 4 *bis* (2), letter (e).

Italy: The Italian delegation is very much concerned about the possible effects of the "white" list, which includes some activities that cannot be taken into account since they do not comply with the "reality text" because they cannot be properly considered as having significant contacts with a State. We would not support the inclusion of litt. (b), litt (c) and litt. (f) because the increasing use of call centres would lead to applying such provision without a substantive contact; the same applies to the consideration of the location of the technology, which would not pass the minimum contacts test in many States.

Luxembourg: Il se pose la question fondamentale de la nécessité d'insérer un article 4 *bis*. Les dispositions qui y prévues ont plutôt leur place dans un contrat privé et semblent déplacées dans une Convention internationale. Il est évident que des éléments aujourd'hui contenus à l'article 4 *bis* pourraient utilement être repris dans le Rapport explicatif. De plus, il est noté qu'il existe entre l'article 4 *bis* (1) et l'article 4 *bis* (2) certaines contradictions. Si pour certaines raisons l'article 4 *bis* devait être maintenu, alors il semble impératif de donner à l'article 4 *bis* (1) une définition limitative en supprimant dans le paragraphe introductif le terme « notamment ». Ensuite il faudra sensiblement réduire les critères de définition. Certains éléments des sous-points (c) et (e) pourraient utilement être combinés, le sous-point (g) pouvant être intégralement maintenu.

Norway: From our point of view it is not necessary to have either a black or a white list. Regarding the white list we think there is a risk that it would introduce more uncertainty than certainty, and are therefore opposed to adopt it in the Convention.

Portugal: The so-called "white list" exemplifies some activities that would be deemed as "maintaining securities accounts" for the purposes of this Convention. Even though we agree with the existence of such a list, we believe that the criteria that have been adopted are too broad and are detrimental to the idea of a reality check. Therefore, we consider that the current list should be limited to the following activities:

(a) Account holder support functions of the intermediary relating to securities accounts occur at such office;

(b) Position monitoring functions occur at such office;

(c) Entries to a securities account by the intermediary are made, stored, or managed at that office, such as the booking, recording, transferring, or pledging of interests in securities.

Sweden:[5] Generally we are opposed to the idea of having a white list as it risks raising more doubt than clarity.

United States of America: We would delete sub-paragraph (f) as an appropriate factor.

ISDA: Article 4 *bis* sets out a "white list" of activities that are indicative of whether an intermediary is "engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts" and a "black list" of activities that should not count for this purpose. We note, however, that there appears to be room for refinement of each list. Also there are differing views on whether or not the white list should be an non-exclusive list, as currently drafted, or an exhaustive list. Making the list exhaustive would appear to favour *ex ante* certainty. It appears, however, that a majority of members would favour a non-exclusive list. The concern, which would of course depend on the final drafting of the list, would be that an exhaustive list would unnecessarily constrain the test should the nature of the custody business and how it is conducted by intermediaries (in particular, how different functions are divided and performed) change significantly over the coming years. We are sure that you will give these issues especially close attention. Our members are available to assist the Permanent Bureau and / or members of the Drafting Committee with any additional information that may be required concerning modern securities custody practices and procedures and likely future developments.

Association of Global Custodians: Article 4 *bis* (1) is intended to provide clear guidance and certainty to the relevant intermediary and its customer in their selection, for purposes of Article 4(2), of a jurisdiction which provides only some, but not all, services for a global custody account. It essentially serves as a "safe harbor" by setting forth a list of factors which the relevant intermediary and its customer can conclusively rely upon in identifying and selecting locations where the relevant intermediary will be deemed to be "engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts" within the meaning of Article 4(2). If the jurisdiction selected is covered by Article 4 *bis* (1), a court, in the context of an insolvency proceeding (or other type of proceeding which challenges the validity of the security interest) should not be able to overturn or reject such selection. On the other hand, the "safe harbors" are not intended to be the only locations which satisfy the Article 4(2) requirements. Relevant intermediaries and their customers should be able to agree upon other jurisdictions, but such selection may be subject to close judicial scrutiny and to possible rejection by the courts – but that is always a risk of

[5] The comments in this paper are made with a note taken to the competence that might fall to the European Union.

acting outside the protection of the "safe harbor." Consequently, the Convention must be sufficiently flexible to accommodate such alternatives, as well as change and innovation which may occur in the future. The Association also believes that, if Article 4 *bis* is included as mere commentary to Article 4, there may be less certainty that the location selected will be upheld in proceedings challenging the validity of such selection, particularly in those jurisdictions in which the courts do not recognize commentary as a legal source of guidance in the interpretation of treaty provisions. To minimize risk to the relevant intermediary, the list of factors that determine the locations which the relevant intermediary and its customer may conclusively rely upon must be in the Convention and not relegated to commentary. (From the lender's perspective, the inclusion of this list is equally important. A lender performing due diligence will be confident in perfecting a security interest in the jurisdiction specified in the agreement between the relevant intermediary and its customer if the location so specified is consistent with, and is clearly covered by, the Convention.). In general, the Association supports the inclusion of Articles 4 *bis* (1)(a)-(g) in the preliminary draft because the activities described in these provisions essentially comprise and define, in the aggregate, a global custody account. Consequently, any one of the locations where such activities are performed by the relevant intermediary should be, at a minimum, sufficient to satisfy Article 4(2). The Association recognizes, however, that these provisions may be viewed by some delegations as being too general and not sufficiently descriptive, requiring some modification and clarification. In addition, the Association believes that certain provisions are sufficiently unclear to warrant clarification. Accordingly, the Association offers the following suggestions and guidance.

Article 4 *bis* (1)(b) refers to those locations where accountholders can communicate with the relevant intermediary with regard to their securities account. To the Association and its members, this provision is intended to refer to the location at which administrative services are provided by personnel of the relevant intermediary – often referred to as account administrators, relationship managers, client service representatives and by other similar titles – who are assigned to specific customers, who are generally responsible for the relationship with customers and who are available to communicate and meet, on a regular and ongoing basis, with customers regarding their securities accounts. It is not intended to include, for example, telephone answering centers.

Similarly, with respect to Article 4 *bis* (1)(a) the location where a relevant intermediary executes contracts or receives contracts regarding securities accounts – the Association also interprets this provision as referring to locations where sales and administrative services are provided on a regular basis. Agreements are typically signed by the relevant intermediary's sales force and then forwarded to the administrative staff (referred to in Article 4 *bis* (1)(b) above). These are appropriate locations for the purpose of Article 4(2). The criteria currently contained in Article 4 *bis* (1)(a) can either be incorporated in (1)(b) or can be included as a separate provision as in the preliminary draft. The Association notes, however, that agreements are only one of several account opening documents forwarded to such location; and the Association recommends that consideration be given to expanding this provision to include the location to which all account opening documentation is sent in connection with the establishment of global custody accounts. The Association, however, does not intend for the provision to encompass locations such as central mail rooms or central file rooms with which the customer has minimal contacts – both of which are locations where agreements might be deemed to be "received."

Article 4 *bis* (1)(c) refers to those locations of the intermediary where legal, regulatory, auditing, position monitoring, or accountholder support functions are provided. While we generally agree that some of these services are relevant to global custody accounts and that the locations at which they are performed should be acceptable for compliance with Article 4(2), we also believe that, to the extent these services are appropriate, they may overlap with services which are covered by or are included within other provisions (for example, account holder support functions would likely fall within those activities covered in Article 4 *bis* (1)(b) and position monitoring may fall within Article 4 *bis* (e) discussed below). However, it is not clear to the Association what is intended by certain of the referenced services (such as legal, regulatory and auditing). Consequently, the Association believes that this provision should either be further clarified, incorporated in other provisions or deleted as unnecessary.

Article 4 *bis* (1)(d) refers to the location of the address appearing on an account statement or the location where account statements are prepared. Typically, the address on an account statement or the address at which the account statement is prepared is merely a processing center and not an actual location of an office of the relevant intermediary. These locations can easily be changed and may not bear a reasonable relationship to the location at which global custody services or functions are provided. It is unlikely that the Convention intended to include such transitory locations and, indeed, to the extent the location is simply a processing center, may be excluded under Article 4 *bis* (2). Therefore, the Association believes that this provision should be deleted. If the Permanent Bureau determines to leave this reference in, the Association suggests more clearly defining the locations that are intended to be included in this reference.

In the Association's view, Articles 4 *bis* (1)(e) and (f), should be referring to those locations where fundamental or core activities are performed and services are provided relating to the maintenance and operation of a global custody account. The Association therefore believes that these two provisions in the preliminary draft should be significantly revised to more clearly indicate that Article 4(2) includes those locations of the relevant intermediary where one or more fundamental or core global custody functions relating to the maintenance or operation of a securities account occurs and fundamental client services relating to a global custody account are provided. Examples of such core functions and services include the locations where customer accounts are updated, trade and settlement instructions are received and processed, corporate actions are received and processed, cash management services are provided, asset reconciliation services are provided, tax reclamations are processed and account statements are prepared and issued. These examples should be reflected either in the Convention itself or in the commentary accompanying the Convention.

Finally, Article 4 *bis* (1)(g) refers to those locations where a single account number, bank code or other means of identification exists that identifies the office as maintaining securities accounts. This provision, as contained in the preliminary draft, is acceptable to the Association and it has no recommendations for change.

European Banking Federation: Given the type of "reality test" selected in Article 4(2), the "white list" seems to be necessary to determine the applicable law. However, Article 4 *bis* (1), sub-paragraph (d) should be deleted. The wording in the first half ("account statements bear an

address of that office") allows that the address of any office can be put on securities accounts statements. The alternative in the second half ("or are prepared at that office") also appears to go too far, as it would cover purely printing-related activities. Finally, Article 4 *bis* (1), sub-paragraph (f) should also be deleted as it is likely to be at odds with Article 4 *bis* (2), sub-paragraph (e).

Giovannini group: The inclusion of "white" and "black" lists seems sensible, as long as there is no clear and unambiguous definition of "maintenance of securities accounts". However, the white list may need to be revisited, when its proposed drafting has been settled. Throughout Article 4 the concept of office is sometimes given human attributes (*e.g.*, being engaged in a business, receiving contracts) and sometimes not (*e.g.*, account holders can communicate with the intermediary at such office). This should be conformed, for example as follows:

Article 4(2): *"That State is the State within which the account holder and the relevant intermediary have agreed the securities account will be maintained, provided that the relevant intermediary has an office within that State at which it is engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts, whether there alone or also at together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary, in that or another State."*

Article 4 *bis* (1): *"For the purposes of this Convention, but not by way of limitation, an office of an intermediary is engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts at an office if any one or more of the following activities occurs there – (a) contracts regarding securities accounts are executed at such office or received by such office; . . . (g) a single account number, bank code, or other means of identification exists that identifies such intermediary office as maintaining securities accounts at that office; . . ."*

Article 4 *bis* (1)(e): are the words "an interest in" necessary? Securities are already defined as including interests in securities.

Article 4 *bis* (1)(h): it may be necessary to submit further comments or queries when the text of (h) has been settled, either as to that text, or as to the impact such text has on the rest of the "white list", or even as to the Convention as a whole.

Article 4 bis (2): black list

Australia: We appreciate that determining the location of the intermediary has been one of the most contentious issues in developing the Convention. The current draft includes both a negative and positive list for determining location. At a general level we are concerned about the complexity that the inclusion of such lists injects into the issue and we question whether in fact the lists add anything to the test. Article 4(2) outlines the matters that are relevant in determining location on the basis of where the account is maintained – *i.e.*, where the account holder and the intermediary have agreed where the securities account is maintained provided the intermediary has an office within that State engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts. With this as the primary basis for determining location we consider that the items listed in the negative list (Article 4 *bis*(2)) are superfluous and should not, in the ordinary application of this test, be taken into account. However, we appreciate that there has been strong support for the lists. If they are to be retained, closer scrutiny of the particular items identified in the lists may be warranted.

Belgium: The "black list" should be removed from the Convention and be included in the Explanatory Report.

Finland: The black list in paragraph 2 is recommendable (*cf.* U.C.C. Section 8-110(f)).

France: Le maintien de cette disposition (liste noire) dépend du caractère ouvert ou fermé de la liste blanche de l'article 4 *bis* (1). Si comme cela est souhaitable, l'article 4 *bis* (1) permet de dégager des critères précis de l'activité de tenue de compte et revêt donc le caractère d'une liste fermée, l'article 4 *bis* (2) devient inutile. Dans ce cas, les interdictions qui figurent à l'article 4 *bis* (2) devront être reprises dans le Rapport explicatif.

Germany / Bundesverband deutscher Banken: The "black list" in Article 4 *bis* (2) is, on the one hand, very helpful, as it makes clear which factors are not taken into account when a judge determines the applicable law. On the other hand, the "black list" takes account of the fact that the white list is not conclusive. Last but not least, the Federal Ministry of Justice points out that having the black list in the Convention, instead of having a black list in the Explanatory Report, would have the great advantage that a court is bound to comply with the text of the Convention. For clarification purposes, the Ministry of Justice submits the *following proposals*:

The wording at the beginning of Article 4 *bis* (2), sentence 1, appears open to misunderstanding. By way of clarification, the words *". . . account shall be taken only of the agreement between the account holder and the relevant intermediary and . . ."* should therefore be deleted.

The words *"except for purposes of satisfying the condition set forth in the proviso to Article 4(2), . . ."* in Article 4 *bis* (2), sub-paragraph (e) should also be deleted. To sum up, the Federal Ministry of Justice is of the opinion that both lists are very useful and none of them should be deleted.

Italy: The same general considerations apply to the "black" list, which the Italian delegation cannot support as it stands now because it does not add any useful element in case the parties have expressed their agreement in a clear and straight way under Article 4(3). However, the Italian delegation would support the "black" list if it is intended to guide the judge in establishing the agreement of the parties "implied from the terms of the contract considered as a whole", because it would then be a very useful limitation to the evaluation of the court in order to exclude the consideration of other elements of the case. Following our position on the "white" list, litt. (e) of the "black" list should start from "the places where the technology . . .".

Luxembourg: L'insertion d'un article 4 *bis* (2) est intellectuellement, au vu des dispositions claires de l'article 4 (2), peu satisfaisante. De plus, cet article devient inutile si la définition contenue à l'article 4 *bis* (1) devient une définition limitative. Ce n'est que si la définition de l'article 4 *bis* (1) devait être une définition ouverte que cet article pourrait avoir une fonction utile. Il est cependant rappelé que le Ministère de la Justice luxembourgeois est hostile à une définition ouverte à l'article 4 *bis* (1).

Norway: From our point of view it is not necessary to have either a black or a white list. However we are not opposed to the black list. If the black list is adopted, litra (d) seems superfluous and should be deleted.

Portugal: As we think that the so-called "black-list" will be an element of confusion we suggest its deletion.

Sweden:[6] As for the black list we would be in favour of keeping it, with exception of sub-paragraph (d) which must be considered as obvious.

United States of America: In sub-paragraph (e), delete the words "except for purposes of satisfying the condition set forth in the proviso to Article 4(2)".

Association of Global Custodians: The Association is in favour of retaining this provision in the Convention and has no recommended changes.

ISDA: As a drafting matter, in paragraph (2) of Article 4 *bis* it is not clear that the following words are necessary or even accurate: "account shall be taken only of the agreement between the account holder and the relevant intermediary and". In relation to the test in Article 4(2), account is taken not only of the agreement between the account holder and the relevant intermediary but also of whether or not the intermediary is "engaged in a business etc" in the relevant State. Article 4 *bis*(2) would appear to work satisfactorily without the additional words referred to above.

There appear to be some differences of view among ISDA members as to the utility of the "black list" in Article 4 *bis*(2). A majority of members, however, appear to support its inclusion, subject to some refinement of the drafting. In particular, attention should be paid to ensure that there is no inconsistency between the white list and the black list, as there currently appears to be between paragraph 1(f) and paragraph 2(e). (The words "except for purposes of satisfying the condition set forth in the proviso to Article 4(2)" do not appear entirely to reconcile the inconsistency. For what other purpose would one be looking at this factor?)

Association of Global Custodians: Article 4 *bis* (2) sets forth the list of those factors that should not be considered in determining the location pursuant to Article 4(2) – the so-called "black" list. The Association believes that the inclusion of the "black" list in the text of the Convention is equally important as the inclusion of the "white" list for the same reasons noted above. The inclusion of the "black" list provides certainty that the enumerated factors, and resulting locations, will not be used as the basis for determining compliance with Article 4(2). This becomes particularly important in the context of parties which are not relying on the "safe harbors" of Article 4 *bis*(1).

Article 4 bis (2)(b)

Giovannini group: "the places where . . ."

Article 5: Insolvency

Finland: We are still of the opinion that the future Convention should not affect national insolvency legislation. The relation between this Article and the EU Insolvency Regulation and the EU Regulation on reorganisation and winding up of credit institutions and insurance undertakings is still unresolved. In paragraph 2, it should be emphasized that the paragraph consists only of examples and the list is non-exhaustive. The paragraph should be reformulated to include a specific and clear reference to the fact that the list is a non-exhaustive one.

Germany: Article 5 of the draft Convention, which deals with questions relating to cross-border insolvency proceedings, takes a route that differs from the one otherwise selected in international insolvency law. The provision does not determine the insolvency law governing, for instance, the effectiveness of a security, but lays down that certain legal relationships shall not be affected by an insolvency proceeding that was opened in accordance with a law other than PRIMA law. This approach gives rise to a level of legal certainty lower than that achieved by the other instruments in international insolvency law (IIL). Usually, the IIL-instruments proceed from the international insolvency law general principle that the law of the State where the insolvency proceeding is opened shall apply to an insolvency proceeding and to the effects thereof. In the interest of general legal relations or of creditors in special need of protection, exceptions are then made, for which special links are created. By way of example, reference is made here to Articles 20 *et seq.* of Directive 2001/24/EC (reorganisation and winding up of credit institutions). If one were to apply this approach consistently to the draft Convention, Article 5 would merely make it clear that also where an insolvency proceeding is opened, the effects of such proceeding in respect of the issues specified in para. (1), letter (a) and (b) will be governed by PRIMA law. The importance such a clarification would have in respect of insolvency is illustrated by the cases referred to in Article 2(1), sub-paragraphs (b) and (d), which are to be governed by PRIMA law. Particularly in an insolvency situation, it is obviously important whether a security is effective vis-à-vis third parties or whether a security enjoys priority over other comparable securities. Last but not least the Federal Ministry of Justice points out that Article 5(1) might be at odds with the European Settlement Finality Directive (98/26/EC), particularly Article 3 thereof. Article 5 para. (1), letter (b) stipulates that the opening of insolvency proceedings under a law other than the PRIMA law does not affect dispositions of securities that have been "perfected" in accordance with the PRIMA law. This wording can also mean that a disposition which has not been perfected is not protected in insolvency proceedings. This result is in contradiction with Article 3 of the European Settlement Finality Directive. This Article states that claims and payments resulting from transfer agreements that have been entered into a system at the time insolvency proceedings are opened, and presumably also those that are entered into a system on the day insolvency proceedings are opened, may be set off if set-off takes place no later than the day on which insolvency proceedings are opened. Such set-off cannot be revoked by avoidance, nor is an order resulting from a transfer agreement invalidated by the opening of insolvency proceedings.

Italy: The reference to Article 2(1) in Article 5(1)(a) should be limited to those issues which can come into consideration in case of an insolvency proceeding and which shall continue to be governed by the law determined through Article 4. The inclusion of litt. (d), for example, might conflict with the provision of Article 5(2)(a), as litt. (f) might do with reference to Article 5(2)(b). Due to the fact that the present version of Article 4 points to the place of the account as agreed by the parties rather than to the place of the relevant intermediary as such, it would be better to clarify the provision of Article 5(1)(b) by adding at the end "as determined under Article 4 of this Convention".

Sweden:[7] As we have stated before the wording of Article 5 leaves some uncertainties as to the impact. We would prefer just ascertaining that the interest / right created and

[6] The comments in this paper are made with a note taken to the competence that might fall to the European Union.

[7] The comments in this paper are made with a note taken to the competence that might fall to the European Union.

perfected under the law designated by PRIMA is recognized as valid even in the case of insolvency. All other effects of insolvency proceedings should, in our opinion, be left outside the Convention. Thus, we would be in favour of only giving examples of those insolvency rules that remain in force. One possibility of doing this is to state in Article 5(2): *"Nothing in this Convention affects the application of [especially] – . . ."*.

European Banking Federation: Article 5(1)(b) stipulates that "the opening of an insolvency proceeding under a law other than the law of the State of the place of the relevant intermediary does not affect a disposition of securities held with that intermediary that has been perfected in accordance with the law of the state of the place of that intermediary". In other words, the opening of insolvency proceedings under a law other than the PRIMA law would not affect dispositions of securities that have been perfected in accordance with the PRIMA law. A contrario, this provision means that a disposition which has not been perfected would not be protected in insolvency proceedings. This provision does not seem to be in line with Article 3 of the Settlement Finality Directive, which provides some protection for the participants in a clearing system against a participant's insolvency. Pursuant to Article 3, claims and payments resulting from transfer agreements that have been entered into a system before the opening of insolvency proceedings may be set-off. For European parties, it would be very important that Article 5 be harmonised with Article 3 of the Settlement Finality Directive.

Bundesverband deutscher Banken: Article 5 (1), subparagraph (b) stipulates that the opening of insolvency proceedings under a law other than the PRIMA law does not affect dispositions of securities that have been perfected in accordance with the PRIMA law. This wording can also mean that a disposition which has not been perfected is not protected in insolvency proceedings. This is, however, at odds with the European Settlement Finality Directive (98/26/EC), particularly Article 3 thereof, which was transposed into German law by way of, *inter alia*, Sections 96 (2), 116, sentence 3, and 147 of the Insolvency Code. These state that claims and payments resulting from transfer agreements that have been entered into a system at the time insolvency proceedings are opened, and presumably also those that are entered into a system on the day insolvency proceedings are opened, may be set off if set-off takes place no later than the day on which insolvency proceedings are opened. Such set-off cannot be revoked by avoidance, nor is an order resulting from a transfer agreement invalidated by the opening of insolvency proceedings. These provisions are designed to protect the participants in a clearing system against a participant's insolvency. They also ensure that a clearing system does not have to be stopped during the day and orders traced back. In addition, they protect dispositions that have not yet been fulfilled by way of a credit to an account, *i.e.*, perfected. The Convention and the rules contained in the European Settlement Finality Directive should therefore be synchronised.

Giovannini group: Does the Permanent Bureau or the Drafting Committee have any views on the question whether the Convention contains provisions which are potentially capable of affecting Community legislation, in particular the 1998 Finality Directive, the 1998 Directives on reorganisation and winding-up of credit and insurance undertakings, the 2000 Insolvency Regulation and the 2000 Collateral Proposal? It seems that the overruling of the effects of insolvency law by the Convention might be inconsistent with the 2000 Insolvency Regulation, which allows in some residual cases the application of the *lex concursus* to rights *in rem*.

Article 5(2)(a)

Australia: In Article 5(2)(a), the term "fraud of creditors" is used. In Australia's domestic legislation, we no longer have a concept of "fraud of the creditors". Instead we use concepts such as "unfair loan transactions" and "uncommercial transactions" so that in the insolvency context, a transaction can be avoided on the ground that it is uncommercial or, in the case of a loan, it is unfair. The objective of the Australian legislative provisions is to ensure that an insolvent company does not favour one unsecured creditor to the detriment of creditors as a whole. However, unlike in some other jurisdictions, there is no requirement that there be fraud of the creditors. Nonetheless, it is considered that these transactions should equally get the benefit of Article 5(2) as they serve the same purpose as those already listed in the Article and are intended to achieve the same policy aim. One way of addressing our concern is for the explanatory material accompanying the Convention to indicate that the use of the term "fraud of creditors" is intended to capture provisions in an individual State's legislation that have the same underlying policy intention as the concept of "fraud of creditors".

Article 5(2)(b)

Belgium: Add square brackets

Article 8: Public policy / internationally mandatory rules

France: Afin qu'aucune confusion ne soit permise et que le droit de l'insolvabilité soit préservé, peut-être conviendrait-il d'ajouter « Sous réserve des dispositions de l'article 5(2) » au début de l'article 8(3).

Article 8(3)

Australia: In Articles 2(1)(d) and 8(3) we are concerned about the use of the terms "priority over a competing interest" and "priorities between competing interests" and the potential confusion that may arise without explanation of the intended operation of these words. It is understood that these phrases are intended to cover the situation where there are competing interests in relation to the same securities. However, there is some potential for them to be interpreted in a number of jurisdictions as referring to priorities associated with competing interests in all the property of a person subject to insolvency proceedings. The Australian delegation put forward suggested amendments to the wording at the January 2002 meeting although little support was received for the proposed amendments. We are still concerned about the potential for confusion that may arise if no clarification is provided. One means by which this could be clarified is to include in the explanatory material accompanying the Convention a statement indicating the intended use of these terms, emphasising that they do not refer to priorities in the context of insolvency.

ISDA: As currently drafted, we do not believe Article 8(3) works as appears to be intended. A law of the forum may impose a requirement with respect to perfection or relating to priorities between competing interests that are based on substantive principles beyond the scope of this Convention. An example would be the requirement under

the United Kingdom Companies Act 1985 to register certain types of charges. This requirement is not an alternative conflict of laws rule to the PRIMA rule established by the Convention, but instead a requirement, based on a long-standing policy of the United Kingdom companies legislation, that is in addition to a requirement that the relevant charge be perfected under the *lex situs* (*lex rei sitae*). We believe that there may be similar rules of other jurisdictions that cannot properly be addressed in this way in this Convention.

Article 9: Multi-unit State

Belgium: What about "Regional Economic Integration Organisation"? The same regime of *renvoi* should apply.

Canada: *Le paragraphe 9(2)*: La délégation canadienne aimerait fortement appuyer ce paragraphe, particulièrement l'expression « dans un lieu quelconque » dans l'introduction de la disposition. Cela garantit que l'unité territoriale convenue entre le titulaire de comptes et l'intermédiaire pertinent conformément à l'alinéa a) ne devra pas nécessairement être l'unité territoriale dans laquelle l'intermédiaire pertinent a un établissement dans lequel il exerce à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de comptes de titres. Ceci est un point très important pour le Canada.

Le paragraphe 9(4): Nous mettons en question la valeur de ce paragraphe.

Le paragraphe 9(5): La délégation canadienne préfère retenir le verbe « peut ».

L'alinéa 9(6) b): Nous croyons qu'il y a une erreur de traduction dans la dernière phrase. Il faudrait lire : *« . . . et, en l'absence d'un lieu unique, l'unité territoriale dans laquelle est situé son principal lieu d'activité »*. Le projet 8 se lit actuellement ainsi : « . . . et, en l'absence d'un lieu unique, l'Etat dans lequel est situé son principal lieu d'activité ».

Paragraph 9(2): The Canadian delegation would like to strongly support this paragraph, particularly the words "anywhere within" in the chapeau of the provision. This ensures that the territorial unit agreed upon by the account holder and the relevant intermediary pursuant to subparagraph (a) will not necessarily have to be the territorial unit in which the relevant intermediary has an office engaged in a business or regular activity of maintaining securities accounts. This is a critical point for Canada.

Paragraph 9(4): We question the value of this paragraph.

Paragraph 9(5): The Canadian delegation prefers the retention of "may".

Sub-paragraph 9(6) b): We believe there is a translation error in the last sentence. It should read: *«. . . et, en l'absence d'un lieu unique, l'unité territoriale dans laquelle est situé son principal lieu d'activité.»*. Draft 8 actually reads : «. . . et, en l'absence d'un lieu unique, l'État dans lequel est situé son principal lieu d'activité ».

Finland: Our position is neutral to the present texts of Articles 9 and 16. As we have stressed before, for us it is important that the Contracting States with territorial units are themselves satisfied with the future Convention, on the general condition, of course, that the clauses chosen do not cause additional legal uncertainty.

Italy: The Italian delegation agrees with the principle underlying this provision, though it finds that its present wording is too complicated and it would lead to uncertainties and misunderstandings, mainly because it will be applied most frequently by the courts of States other than Multi-unit States, which are less familiar with their system of law. Therefore, an easier text should be drafted, based upon the model of the proposal of the distinguished delegation of China of Work. Doc. No 15. The result may be reached by adding to this Work. Doc. paragraphs (3) and (6) of the Preliminary Document No 8 version, with some adjustments, such as the replacement of "Multi-unit State" with "the State concerned", as the definition of "Multi-unit State" is already given in para. (1) of Work. Doc. No 15. A general definition which applies also to Article 16 is not deemed necessary as this Article too explains directly what a Multi-unit State is with respect to its application. Consequently, para. (5) of the Preliminary Document No 8 version of Article 9 would not be needed as it is already included in the wording of para. (2) of the Work. Doc. No 15 version (where reference is made to the object of the declaration as "identifying the internal conflict of law rules . . ."). Finally, the reference to the "place of the relevant intermediary" in para. (1) of Work. Doc. No 15 version should change in accordance with the present version of Article 4, which points to the law of the State of such place. The words "as determined under Article 4" should be added.

Portugal: We consider that this Article should be shortened and simplified to obtain a rule that will be simple to apply. Furthermore, we think that, for achieving the desirable certainty, Multi-unit States, that intend to apply their internal choice of law rules, should be able to do so by declaration. However, that declaration has to identify the content of the choice of law rules.

United States of America: Proposal to change current wording of paragraph 1:

"In this Article "Multi-unit State" means a State within which two or more territorial units of that State, or both the State and one or more of its territorial units, have their own rules of law in relation to any of the issues specified in Article 2(1)."

This term "Multi-unit State" only seems to be used in Article 9 and the heading of Article 16. We propose a change to the heading to Article 16 to conform it to the style of the heading of Article 9 which would not use the term. The expression "*in relation to*" is the terminology used in Article 16.

Proposal to change current wording of paragraph 2:

In the chapeau of paragraph 2, it is proposed to replace the opening word "where" with "if". "If" expresses that this is a condition and has no geographic implications.

Proposal to change current wording of paragraph 2, subparagraph (b):

"if the account holder and the relevant intermediary have agreed that the securities account will be maintained in a specified Multi-unit State but not in a particular territorial unit of that Multi-unit State, the applicable law shall be determined by the law, including the choice of law rules applicable in of that Multi-unit State [or, if none, by the law of the State determined by Article 4(4) and paragraph 6(b) of this Article]." (Brackets mean probably should be deleted)

The language "*agreed that the securities account will be maintained in*" conforms to Article 4.

Proposal to change current wording of paragraph 3:

"A Multi-unit State may declare that paragraph 2(a) applies only if the applicable law is the law of a territorial unit within which the relevant intermediary has an office engaged

in a business or other regular activity of maintaining securities accounts."

We know of no reason why the declarations in paragraphs (3) and (4) may only be made at a certain time. These are matters that should be addressed in the final clauses in any event. The language "*business or other regular activity*" conforms to Article 4.

Proposal to change current wording of paragraph 4:

"A Multi-unit State may declare that if pursuant to paragraph 2(a) or, pursuant to Article 4(4) and paragraph 6(b) of this Article, the applicable law is the law of a territorial unit, the law including the choice of law rules applicable [in force] in that territorial unit shall determine whether the substantive rules of law of that territorial unit, of another territorial unit of that Multi-unit State, or of that Multi-unit State apply. Such a declaration shall have no effect on dispositions perfected before that declaration becomes effective."

Choice of law rules need to be preserved for the fall-back rule as they are in paragraph (2)(a) and (b). We believe that the effect of declarations is a matter that will affect not only the declaration under Article 9 but also other declarations and will need to be addressed in the final clauses.

Proposal to change current wording of paragraph 5:

["A declaration according to paragraph 4 may contain or [shall] be accompanied by information concerning the content of the choice of law rules of that Multi-unit State and of its territorial units applicable pursuant to paragraphs 2(a) and 2(b). The Permanent Bureau shall then make that information available to interested parties by appropriate means."]

Proposal for a new paragraph 5 *bis*:

The applicable law under the Convention shall be determined by Article 4(4) and paragraph 6(b) of this Article when the account holder and the relevant intermediary have not agreed on the State within which the securities account is maintained pursuant to Article 4(2) and (3), the relevant intermediary does not have an office that meets the terms of the proviso of Article 4(2), the relevant intermediary does not meet the terms of a declaration pursuant to paragraph (3) of this Article, or there is no applicable law determined pursuant to paragraph 2(b) of this Article.

This is a comprehensive list of the circumstances which lead one to the fall-back.

Proposal to change current wording of paragraph 6:

In sub-paragraph (a), *comma* after "the references in Article 4(4)".

In sub-paragraph (b), the opening words should read: *"if the relevant intermediary is incorporated or organised under the laws of the Multi-unit State and not that those of any of the territorial units, . . ."*

ISDA: We note that Article 9 continues to attract significant attention. ISDA members do not necessarily share a single point of view on the issues raised by this provision, but we shall be following the evolution of these clauses closely. It is particularly important, when attempting to reconcile the constitutional issues raised by a Multi-unit State, to bear in mind also the objective of *ex ante* certainty for any final rule.

European Banking Federation: Article 9 grants States with more than one legal system ("Multi-unit States") the right to make their internal choice of law rules applicable to cross-border disposition of securities transactions. Such an approach would bring considerable legal uncertainty by jeopardising the purpose of the Convention, namely an easy *ex ante* determination of the applicable law. In addition, by trying to cover as many situations as possible, this provision would be unworkable in practice. It would also be in contradiction with Article 7 of the draft Convention. Instead of making a reference to the choice of law rules, we would rather recommend that reference be made to the substantive rules of law of the relevant territorial unit of a Multi-unit State.

Bundesverband deutscher Banken: Article 9 gives States with more than one legal system the right to make their internal choice of law rules applicable to cross-border dispositions of securities. Such an approach generally makes determining the applicable law more complicated. Moreover, by trying to cover as many cases as possible, this provision is now virtually incomprehensible and probably unworkable in practice. The declaration mechanism meets the reservations already expressed about Article 1(4), so that instead of making it easier to determine the applicable law in the cases covered by Article 9, it is likely to lead to more legal uncertainty.
With this in mind, it would be much better from a practical angle if, in the case of States with more than one territorial unit, **reference would be made directly to the substantive rules of law applicable in the respective territorial unit. Reference to the choice of law rules of the territorial unit could only be considered if this unit has no rules of its own on the points dealt with in Article 2(1)**. Here, too, it should be borne in mind that such exceptions generally jeopardise the purpose of the Convention, namely easy *ex ante* determination of the applicable law. If reference were to be made to the substantive rules of law of the territorial unit, **Article 4(2) could also refer again to the place of the relevant intermediary**.

Giovannini group: Article 9(6)(a): comma to be inserted at end of third line. Article 9 tries to take account of situations where, within a Multi-unit State, a different form of the PRIMA principle is already in application. Within the European Union there has since 1998 been an application of one formulation of PRIMA, which is stricter and more objective than that in the proposed Convention. The principle contained in the Settlement Finality Directive and the draft Collateral Directive has successfully achieved the aims of achieving immediate *ex ante* certainty, by applying the law of location of a securities, whilst at the same time preventing systemic risk by allowing only one law to be applied in relation to any given security settlement system and the securities accounts maintained therein. It is acknowledged that, outside the European Union, there might be uncertainties on where to locate an account, which do not occur within the European Union, so that in the context of dispositions of securities on accounts outside the European Union, the PRIMA rule of the draft Convention is sensible. But, as in the case of Multi-unit States, if there is a proved and established PRIMA principle in place which goes even beyond what could be achieved by the draft Convention (by creating immediate *ex ante* certainty without having the need to look into custody agreements and precluding systemic risk which would occur if systems could operate accounts under a multitude of legislations), this should be acknowledged in Article 9 as well. Therefore, the exemption contained in Article 9 should apply not only to Multi-unit States but also to the European Union. One way to achieve this might be for Article 14(3) to make it clear that the Convention treats the Community as potentially being a State as well as being a Contracting State.

Article 11: Review practical operation

Belgium: Delete square brackets.

Italy: The Italian delegation strongly supports the creation of a mechanism of reviewing the practical operation of the Convention.

United States of America: We support removing the brackets.

Article 12: Amendments

Belgium: Delete all square brackets in the provision.

Italy: The proposal of a fast-track procedure for amending the Convention needs further consideration.

United States of America: Proposal to change current wording of paragraph 1:

"A Contracting State may submit proposed amendments . . ."

This is consistent with phrasing in last line. Remove square brackets.

Article 14: in general

Canada: Est-il besoin de préciser qu'un « Etat à plusieurs unités » n'est pas inclus dans une organisation régionale ?

Is there a need to clarify that a Multi-unit State is not included in Regional Organisation?

Article 14: in general / role of the EU in particular

Finland: There is no common European Union stand concerning this future Convention so far. The question is in the European Union institutions and we hope that the Commission could soon take part in the negotiations not only as an observer but as a negotiating party. From the European Union point of view, it is worth mentioning that 5 March 2002 a common position was reached in the Council on the proposed EU Directive on financial collateral arrangements. In that occasion, both the Council and the Commission saw it desirable that the choice of law provisions of the Directive (Article 9 of the text adopted by the Council) are in line with this future Convention. The common position is discussed next in the European Parliament. We hope it adopts the common position.

Article 16: Multi-unit States

Finland: Our position is neutral to the present texts of Articles 9 and 16. As far as Article 16 is concerned, we support it on the condition that is acceptable for the Danish delegation (the Greenland question).

United States of America: Proposal to change the current wording of the heading:

Applicability of the Convention in States with more than one legal system

This conforms the title of Article 16 to the text of Article 16.

Giovannini group: Article 16(1): in the second line, it might be better to refer to ". . . any matters . . .".

Article 17: Pre-existing rights

Australia: Overall we prefer the provisions contained in Option A. We wonder however whether the provision could be drafted in a more straightforward fashion. That is, Article 17(1) indicates that the Convention will only apply to a Contracting State after the Convention has entered into force in that State. The remainder of paragraph (1) gives the Convention retrospective application. However the retrospective application appears to be almost completely cancelled out by the provisions of Article 17(2). We would recommend that the provision be streamlined while still covering a priority dispute between pre-Convention and post-Convention perfected interests. We are less supportive of Option B. We are somewhat sceptical that the proposal can achieve its aims and fear that it may cause significant harm if adopted, particularly in relation to those countries that question the constitutionality of a provision that retrospectively reverses priorities. Given that certain countries that are favourably disposed to the Convention have indicated that they may have problems adopting it if there are potential constitutional issues, the benefits of Option B must be very clear before including it. Consider the following example. A Ruritanian investor holds Australian-issued securities through Euroclear Bank in Belgium. On Day 1, the securities are pledged to Pledgee 1, who perfects under the law of the issuer by registering in Australia. On Day 10, the securities are pledged to Pledgee 2 who perfects under PRIMA, *i.e.*, under Belgian law. To perfect under Belgian law, the securities are moved on the books of Euroclear Bank from a "Ruritanian investor account" to a "Pledgee 2 pledged by Ruritanian investor account". On Day 20, the Convention enters into force in Ruritania. Under Option B, Pledgee 1 would have a period to reperfect under PRIMA. Let's assume Pledgee 1 wishes to reperfect on Day 30 and, if Pledgee 1 were able to do so, Option B would result in a Ruritanian court treating the perfection under PRIMA as if it occurred on Day 1.
Scenario 1. Assume that under Ruritanian law it is clear that the law governing perfection prior to the introduction of the Convention is the law of the place of the issuer of the securities. Pledgee 1 has a perfected interest by having registered in Australia. Option B would now entitle Pledgee 1 to reperfect under PRIMA (*i.e.*, Belgian law) during the reperfection period (on Day 30) in order to maintain its perfected position as of Day 1. However, Pledgee 1 will not be able to perfect under Belgian law since this would require movement to a pledged account in favour of Pledgee 1 and the securities are already in a pledged account in favour of Pledgee 2. Euroclear Bank is not going to move the securities of its own volition (depriving Pledgee 2 of its perfected pledge) and a Belgian court is highly unlikely to assist as under Belgian law perfection at all relevant times involved movement to a pledged account; consequently Pledgee 2 has a perfected interest that is unlikely to be disrupted.
Scenario 2. Assume that under Ruritanian law it is unclear prior to the introduction of the Convention whether the law of the issuer or the law of the secured party is the correct answer. In these circumstances it has been suggested that retroactivity is needed to clarify the legal position of both of Pledgee 1 (to ensure it gets a perfected interest) and Pledgee 2 (to ascertain whether there is a perfected pre-existing interest it is subject to). Yet Option B does not achieve these aims and we are not sure retroactivity can help here. In the current circumstances, Pledgee 1 will only be permitted to reperfect under PRIMA and

have the perfection backdated to Day 1, if Pledgee 1 would have had a perfected interest under pre-Convention law. Consequently, the re-perfection, if possible (which as stated above would not be possible where the PRIMA jurisdiction is one like Belgium), would only assist Pledgee 1 if Pledgee 1 really should have perfected under Australian law (as decided later by a court in Ruritania). If Pledgee 1 should have perfected under its own law, as the law of the secured party, then reperfecting under PRIMA will not help.

Similarly, Option B will not remove the "cloud" over Pledgee 2's title – that there may be a pre-Convention perfected interest that would threaten Pledgee 2's interest. The Convention does not remove the uncertainty until we are sure what the rule is under Ruritanian law pre-Convention. Here because of the uncertainty under Ruritanian law we would still need to wait for a court decision for clarity. Thus, if Pledgee 1 re-perfects on Day 30 in accordance with PRIMA (which, again, as stated above would not be possible where the PRIMA jurisdiction is one like Belgium), still that re-perfection would only maintain perfection as of Day 1 if the perfection on Day 1 were valid under the law of Ruritania.

Finally, as we have been thinking this through we wondered whether another issue should be addressed in Article 17. Assume that Pledgee 1 has perfected pre-Convention in a first in time state and Pledgee 2 has perfected post-Convention in a first to register jurisdiction. Both have perfected interests. Under any version of Article 17, what law should govern the priority dispute under these circumstances? Should not the rule be specified in the Convention? Our initial reaction is that the priority dispute has arisen post-Convention and therefore PRIMA should govern – if the priority dispute had arisen with respect to two pre-Convention perfected interests, then the pre-Convention priority rule should govern. We would welcome clarification of this in Article 17.

Belgium: Heading: change to "Treatment of pre-existing situations". We favour as a matter of principle the non-retroactivity which seems less problematic in this context. We are not convinced so far by the need to have this regime for pre-existing situations unless it would be demonstrated that this treatment is justified in certain cases (and to that limited extent only). Moreover, we believe that a distinction should be made between pre-existing agreements referred to in Article 4(1) – which should in our view be subject to the actual 17 *bis* rule – and pre-existing dispositions to be governed by this Article.

Option A, paragraph 1: delete the words: "and, subject to the following provision, to all dispositions concluded before its entry into force for that State".

Option A, paragraph 2(a): delete the square brackets around "validly".

Canada: La délégation canadienne aimerait exprimer sa préférence pour l'option B qui traite de façon plus équitable des droits existants.

The Canadian delegation would like to express its preference for Option B as it deals more fairly with existing interests.

Finland: We prefer Option A and strongly object Option B of Article 17. The most difficult problems for us in the present draft, from both practical and constitutional law perspective, are the rules governing pre-Convention rights and agreements in Articles 17 and 17 *bis*. From a practical point of view, the "re-perfection" procedure suggested in Option B might prove to be cumbersome, expensive and risky to defects when large numbers of property rights are re-perfecting according to new laws. Additional, this kind of rule would encourage over-contracting, changing the contracts for sure. From a constitutional point of view, it is clear that clauses which would retroactively interfere or directly affect the material contents of proprietary rights, *i.e.*, collateral rights, are in conflict with the property clause (Section 15) of the Finnish Constitution. On the other hand, procedural rules or rules that only decrease legal uncertainty without material effects are allowed (see Committee Report (PeVL 37/1998) of the Constitutional Committee of the Finnish Parliament on the Governmental Bill on guarantee and pledge on other person's debt). Because the constitutional review must take into account the facts of each case, we shall give some examples to describe the problem. According to Section 5 a (4) of the Finnish Act on Book-Entry Accounts (827/1991, FABEA), if the holder of a custodial nominee account or a client of the holder keeps a register or an account of the rights pertaining to book-entries in another State, the law of that State shall be applicable to the rights of a right holder, unless the registrations pertaining to the account state otherwise. This rule is rather recent in written law, acted as an amendment of FABEA in 1999 (1085/1999). However, it codifies a general principle of PRIMA that was applicable in Finnish law also before the amendment. The rule is written in a general form and it applies to all property rights on accounts in book-entry form (see Government Bill 99/1999. A PRIMA rule of a general nature can be found in Section 12 (3) of the Act on Certain Conditions of Securities and Currency Trading as well as a Settlement System (1084/1999)). In practice there have been problems interpreting the rule when the account holder is maintaining a custodial nominee account for a sub-holder maintaining securities accounts in a third country so the future Convention is a step forward in specifying the rule. Pursuant to the general applicability of the PRIMA rule in Finnish law, it is very likely that Finnish courts would apply the PRIMA rules of Article 4 of the future Convention also to pre-Convention property relationships concerning securities accounts. That is why it is unlikely, in principle, as far as Finnish law is concerned, that a different law would be applied to dispositions concluded before and after the Convention's entry in force. However, the detailed PRIMA rules of Article 4 are based on an agreement between the intermediary and the account holder, and such an agreement (including a reference to the place of the account) must always be interpreted. There might occur situations in Finnish courts where the pre-Convention and post-Convention law is different and this could cause the following constitutional problems.

1. The Finnish law does not necessarily recognise all property interests. The legal contents and consequences of different concepts of property interest might be also different. For instance, collateral arrangements in some forms of title transfer have been problematic and not necessarily recognisable *erga omnes* although binding *inter partes* due a lacking perfection (publicity). Thus the change of applicable law due to the Convention could cause a loss of a property interest.

2. The "re-perfection" solution in Option B, paragraph 1(a) is problematic in itself.

a) It is not acceptable that the Convention could cause a change of priority between creditors. The re-perfection could lead to that. The Finnish law does not recognise "re-perfection." If a perfection effected in accordance with foreign law is not honoured, a "re-perfection" would cause a loss of priority compared to those creditors whose interest has been perfected before the re-perfection.

b) It is not acceptable that the other party, let us say the debtor who has given a collateral could with her own passivity (*e.g.*, by avoiding the creditor or even refusing to agree on the re-perfection) to prevent the re-perfection and so cause a loss of a property right.

3. An even more concrete example: Let us assume that the pre-Convention law is foreign law and post-Convention law Finnish law. Let us further assume that the securities interest is pledged to a third party validly in accordance with foreign law but in a manner that is not recognized by the Finnish law as a valid property interest. If the "re-perfection" is effected during a suspect period before bankruptcy, a risk of recovery is possible. According to Section 14 of the Finnish Recovery Act (758/1991), a collateral provided shall be returned to the bankruptcy estate or company in reorganization if the collateral has been provided less than three months, or two years if granted to a "related party," before the application for bankruptcy or reorganisation was filed with the competent court, provided that the granting of the collateral was not perfected without undue delay after the entry into the collateral or the granting of collateral was not agreed upon at the time the parties entered into the transaction. It would be unacceptable if the Convention were to cause a recovery and a loss of the interest of the collateral taker.

4. Finland does not have explicit legislation on property rights, especially on priority questions and good faith acquisition, on securities accounts of second or lower tiers in a multi-tiered holding pattern. The Finnish legislation on these matters relates either to physical securities or to book-entry accounts. This might cause problems if the Convention were to change the law from, let us say that of Belgium with specific legislation to that of Finland with no specific legislation at all.

France: Pour des raisons évidentes de sécurité juridique, l'option A est en toute hypothèse préférable à l'option B qui obligerait les Etats contractants à rendre conforme au droit matériel désignée par la règle conventionnelle de conflit de lois, un nombre incalculable de sûretés prises sur des titres antérieurement à l'entrée en vigueur de la Convention. En ce qui concerne l'option A, il est souhaitable d'affirmer au paragraphe 1 le principe général de la non-rétroactivité, pour tous les transferts de titres mais également pour tous les accords-cadres. Dans des cas exceptionnels la rétroactivité pourrait être admise sous réserve d'identifier de manière précise l'utilité d'une telle dérogation au principe général. Dans cette perspective, l'article 17 *bis* perd l'essentiel de son intérêt.

Germany: As far as Article 17 is concerned, the Federal Ministry of Justice rejects the retroactive effect of the Convention proposed under Option B of Article 17. First, from the constitutional law angle, it gives cause for concern that the holder of a real security interest or a similar security interest is to be allowed to be deprived of this interest by entry into force of a Convention. Secondly, such retroactive effect would mean that every single collateral agreement would have to be checked to determine whether, after entry into force of the Convention, a different law is applicable and whether the requirements for the creation of the security interest have been fulfilled under this different law as well. Should this not be the case, additional action is required for final creation of the security interest. These are operations that are likely to involve considerable costs. In this connection, a retroactive effect clause may also mean a competitive advantage for financial institutions in States which already apply PRIMA. Furthermore the retroactive effect of the Convention in Article 17 Option A (1) is not necessary. The Federal Ministry of Justice proposes a combination of Article 17 Option A and 17 *bis* as a new proposal:

"Article 17:

(1) This Convention applies in a Contracting State to all dispositions of securities held with an intermediary concluded after its entry into force for that State. In respect of all dispositions made and perfected before the entry into force of this Convention for that State the conflict of laws rules of that State in force before this Convention entered into force shall apply."

Italy: The Italian delegation deems that the Convention should not have any retroactive effect on dispositions of securities made before its entry into force. However, it also agrees with the general principle underlying Option A of Article 17, *i.e.*, that there are strong arguments in favour of allowing a disposition validly made or perfected before such date under a law other than the one determined by the Convention to be considered valid in all Contracting States and to keep the "position" so acquired in respect to competing rights. The rights validly acquired under the law applicable at the time of the acquisition would then enjoy the same favourable Convention treatment as rights acquired after its entry into force under the application of the "Article 4" law. The present version of Option B of Article 17, on the contrary, seems to cause more problems than it might solve, in relation both to the costs of "re-perfection" or re-negotiation of existing agreements, and to the discriminations it would cause in all cases in which re-perfection would not be possible under the "Article 4" law or it would change considerably the content of the respective rights of the parties concerned and the expectations of their enforcement.

Luxembourg: En ce qui concerne le régime des droits préexistants tel que défini à l'article 17, le Ministère de Justice luxembourgeois est d'avis qu'il faudrait retenir comme principe la non-rétroactivité de la Convention. Si les professionnels devaient pouvoir, sur base d'exemples concrets, démontrer l'intérêt pratique d'une rétroactivité dans certains cas, alors certaines exceptions limitatives au principe de non-rétroactivité pourraient être prévues.

Norway: We prefer Option A and are opposed to Option B. Option B would represent a retroactivity that easily could be in conflict with the Norwegian Constitution and thus might be impossible to implement.

Portugal: Option B has been drafted in order to ensure legal certainty. However, we consider that retroactive application of the Convention contends with other values that should prevail such as acquired rights and legitimate expectations. We are concerned that in some cases re-perfection might not even be possible, and if that is so, the account holder will inevitably lose priority despite his own diligence. Moreover, re-perfection may oblige the account holder to agree on PRIMA law, even if such law would be contrary to its interests, since without PRIMA the account holder will lose its priority. This means that re-perfection is an encumbrance to the account holder. Furthermore, if the account holder does not know that the Convention has entered into force and if the financial intermediary fails to inform its client, the account holder will not re-perfect and will lose its priority. In addition to these considerations re-perfection involves huge costs. Therefore we believe that this solution should not be adopted in the Convention, which should only apply to dispositions made after its entry into force.

Sweden:[8] We prefer Option A and are strongly against the retroactive effect proposed under Option B. A solution like the one in Option B would be very difficult for us to implement. Such retroactivity would probably run counter

[8] The comments in this paper are made with a note taken to the competence that might fall to the European Union.

to our legal system. With Option B the possibility that third parties rights in some situations would be affected in a negative way cannot be ruled out.

United States of America: Suggestion for new language replacing Option B:

(1) This Convention applies in a State to all dispositions of securities held with an intermediary concluded before or after its entry into force for that State, subject to the following provisions.

(2) Where a court of a State has to determine a matter concerning a Pre-Convention Disposition, and

(a) the party to whom a Pre-Convention Disposition was made

(i) reasonably relied on the assumption that the governing law was other than as specified in this Convention, and

(ii) took appropriate action under the law specified in this Convention within six months after this Convention entered into force in that State, and

(b) no party with a competing interest asserted in the litigation establishes that it reasonably relied on the assumption that the law governing law was as specified in this Convention,

the Court shall apply this Convention as if the action had been taken before this Convention took effect. "Pre-Convention Disposition" means a disposition made prior to the entry into force of this Convention for a particular State.

(3) This Convention does not affect a legal proceeding commenced in the courts of a State before its entry into force for that State.

ISDA: We note that Articles 17 and 17 *bis* also have attracted significant attention. At this stage, ISDA has no official position on these Articles, but clearly the transitional issues need to be addressed.

European Banking Federation: We are strongly against the retroactive effect proposed under Option B of Article 17 of the draft Convention. Such retroactivity would run counter the legal system of many countries. In addition, such a retroactive effect would imply that every single collateral agreement would have to be checked in order to determine whether, after the entry into force of the Convention, a different law is applicable and, if this is the case, whether the requirements for the creation of the security interest have been fulfilled under such different law as well. Such checks would involve considerable costs without guaranteeing legal certainty which it should be aiming at. Finally, such a retroactive effect may offer a competitive advantage to financial institutions in States which already apply the PRIMA approach. Furthermore, problems could occur when the relevant legal system under the Convention does not recognise the security instruments previously used. Moreover, it may be that the law applicable under the Convention does not recognise a "re-perfection" but assumes that a new lien is created. This can mean that the lien holder loses his previously obtained ranking. It can also mean that the period during which the right of avoidance under insolvency law may be exercised (suspect period) is triggered again. In addition, if re-perfection requires the participation of other persons, it may be difficult to arrange. The legal act that may then be necessary may also prove impossible to enforce. For the same reasons, we have major reservations concerning paragraph 2 of Option A of Article 17. We therefore recommend to amend Article 17 and to adopt it as follows:

"This Convention applies in a Contracting State to all dispositions of securities held with an intermediary concluded after its entry into force for that State."

EFMLG (one of three questions on which the group seeks clarification): 3. The transitional rules set out in Article 17 open up the possibility that there may be an avoidance of validly established collateral arrangements due to an eventual retroactivity of the Convention. Is there any information about the likely practical consequences of this provision and its effects on the European Union financial markets?

Bundesverband deutscher Banken: We reject the retroactive effect of the Convention proposed under Option B of Article 17. Firstly, it gives cause for concern from the angle of constitutional law that the holder of a real security interest or a similar security interest is to be allowed to be deprived of this interest by the entry into force of a Convention. Secondly, such retroactive effect would mean that every single collateral agreement would have to be checked to determine whether, after the entry into force of the Convention, a different law is applicable and whether the requirements for the creation of the security interest have been fulfilled under this different law as well. Should this not be the case, action is, in addition, required to finally create the security interest. These are operations that are likely to involve considerable costs. Another problem could be cases in which the relevant legal system under the Convention does not recognise the security instruments previously used. This may be the case for different types of liens but also for the transfer of security or for similar fiduciary instruments. It is also questionable whether re-perfection can establish more security if, for example, liens were created successively on the same securities under different legal systems and the subsequent lien holder is unaware that a lien was previously created because a different law was applied and this law did not require identification of the securities account as having been pledged as collateral. It is highly doubtful whether it is possible without any trouble in practice to reconstruct the order in which liens are created and demonstrate at the same time that legally effective liens were created each time. Moreover, it may be that the law applicable under the Convention does not recognise such re-perfection but assumes that a new lien is created. This can mean that the lienholder loses his previously obtained ranking. It can also mean that the period during which the right of avoidance under insolvency law may be exercised (suspect period) is triggered again. In addition, if re-perfection requires the participation of other persons, it may be difficult to arrange. The legal act that may then be necessary may also prove impossible to enforce. A transitional provision should instead provide that legally effective dispositions concluded before the entry into force of the Convention should remain effective after its entry into force. The contracting parties would of course be free to, for example, create a lien under the PRIMA law, if they deem appropriate. Option A would therefore be preferable, although its wording still needs to be revised, *e.g.*, the use of "concluded" in paragraph 1 and of "made and perfected" in paragraph 2, sub-paragraphs (a) and (b). It would also be welcomed if a provision could be found which allows the parties, in anticipation of the entry into force of the Convention in the States concerned, to already make a legally effective disposition under the PRIMA law. A revised Option A could be worded on the following lines:

"This Convention applies in a Contracting State to all dispositions of securities held with an intermediary made or perfected after its entry into force for that State. In respect of all dispositions made and perfected before the entry

into force of this Convention for that State the conflict of laws rules of that State in force before this Convention entered into force apply.

Notwithstanding the foregoing, if parties to a disposition have agreed in advance of this Convention entering into force that this Convention shall determine the law applicable to the issues referred to in Article 2 (1) in respect of securities held with an intermediary under their contract as soon as this Convention enters into force, then a court in a Contracting State in determining the issues referred to in Article 2 (1) shall apply this Convention if this Convention has entered into force at the time of the relevant court decision."

Giovannini group: In assessing further the question what impact the Convention would have on existing rights, it may be useful to know what the United States experience was. It may be noted that the UCC 8 paragraph 8-603 sets out similar provisions to those proposed here, with a transitional period of four months and that the official comment on that paragraph predicted few significant transition problems on the ground that the new substantive rules introduced by the UCC 8 revisions were mostly based on the then current practices. In this Convention, by contrast, it being intended that there should be there be no alteration to substantive rules, the existing and varying constellation of substantive rules remains. Is there not a risk that the switch from one set of substantive rules to another might give rise to transition problems not encountered in the United States experience?
Article 17, Option A (2): the reference in the final paragraph to "conflicts of laws" should be conformed to the terminology used in Articles 3 and 7: "choice of laws".
Article 17, Option B (1): ". . . issues specified referred to in Article 2(1) . . ."

Article 17 bis: Pre-Convention agreements

Belgium: OK, but should be moved to Article 17(2).

Canada: La délégation canadienne continue d'appuyer une disposition de ce genre.

The Canadian delegation continues to support a provision of this type.

Finland: We are very interested in finding a solution in Article 17 *bis*. Concerning the interpretation of pre-Convention agreements itself in the light of the discussion on Article 17, we support in principle a provision like in Article 17 *bis* as far as it only increases legal certainty and not affects existing material rights. According to Article 4(2) of the present draft, the PRIMA is based on limited freedom of contract, so the definition of "agreement" in that Article is crucial. Article 17 *bis* extends the interpretation of an "agreement" on PRIMA to all agreements between the account holder and the intermediary on 1) the agreed law of the intermediary and 2) the agreed law of the agreement. It is problematic, though, does this correspond the will of the parties in a situation when there has been no intent to agree on the law of their securities interest but only of the agreement itself, *e.g.*, when the rules defining the law of the interest were compulsory. On the other hand, it is odd that this interpretation rule applies only to agreements entered prior the entry into force of the Convention and not to all similar agreements. Should the rule be a general interpretation clause, maybe as a part of Article 4 itself (*cf.* U.C.C. Section 8-110(e))? This alternative was discussed in the "annotated July 2001 draft". To go to details, it must be mentioned that one situation not discussed specifically in Article 17 *bis* is that of clauses stating that disputes are solved according to State X's law. These kinds of clauses must be also interpreted to mean that the account is maintained in State X, and this situation must be discussed in the Article. The custodians may in practice have in their standard agreements such clauses with the intention to cover not only the question of dispute resolution but also the general law applicable to the contract. Such clauses reflect the Brussels Convention of 1968 and subsequent Lugano Convention.

Italy: Article 17 seems to apply to cases in which acts of disposition were perfected, before the entry into force of the Convention, under a law determined through the *lex rei sitae* principle or agreed upon by the will of the parties without the "reality test" of Article 4(2) and the case is brought before the courts of the respective State, *i.e.*, before the court of a *lex rei sitae* principle State or of a "free will of the parties" State after the entry into force of the Convention for such State. Each State applies its own conflicts of laws rules in force at the time of the agreement. Article 17 *bis* has a completely different effect: in case the parties to an account agreement entered into before the entry into force of the Convention agreed upon the application of a specified law and such choice is valid under the said law, which allows the parties to choose the law applicable to rights in respect of securities, then all other Contracting States, and in particular *lex rei sitae* principle States, will have to recognise such choice and apply the law chosen by the parties even if the "Article 4(2) reality test" conditions are not satisfied. To a certain extent, this provision introduces an exception to the exclusion of *renvoi* rule of Article 7, in so far as it provides for the application of a conflict of laws rule of a "free will of the parties" State by the court of a *lex rei sitae* principle State. It is also an exception to Article 17, which provides, as we just pointed out, that each State applies its own conflicts of laws rules. The Italian delegation agrees upon the principle embodied in this provision because it guarantees the enjoyment of validly acquired rights without any re-perfection and thus limiting the costs which the industry would otherwise have to bear. Nevertheless, the delegation of Italy underlines the need to submit this provision to the following limitations and conditions:
– the provision needs a better and clearer wording, as the discussions which were held after the January Special Commission show that it might lead to misunderstandings even among industry operators that are familiar with these matters. The text should be as clear and simple as possible in order to be easily interpreted and applied by any court within the Contracting States;
– it should expressly and clearly limit its application to choice of law agreements concluded before the entry into force of the Convention for the State which law is agreed upon, otherwise it would allow parties to continue to choose the law applicable to rights in securities without any reality test in those States which do allow it now, even after the entry into force of the Convention for such States, and it would consequently put a heavy and permanent burden on *lex rei sitae* principle States.

Finally, the Italian delegation proposes to merge the provisions of Articles 17 and 17 *bis* into one article under the heading "Treatment of pre-existing rights" because both cases deal with the recognition of pre-existing rights, which arose under the law that applied before the entry into force of the Convention, irrespective of the connecting factor under which such applicable law was determined. The new article should end with the provision of Article 17, Option B, litt. (d) in order to exclude any effect on legal proceedings commenced before the entry into force of the Convention in the State of the forum.

Luxembourg: L'utilité de l'article 17 *bis* doit être appréciée au regard du caractère rétroactif ou non de la Convention. Si, en fonction du choix qui sera fait à l'article 17, l'article 17 *bis* conserve une utilité, alors il faudra supprimer le renvoi à la clause de loi applicable et intégrer dans ce paragraphe les dispositions contenues à l'article 4 (3) qui prévoit que l'accord sur la tenue du compte titre doit résulter soit expressément soit implicitement du contrat.

United States of America: Suggestion for new language:

(1) The following provision applies only with respect to an agreement between an account holder and the relevant intermediary which (i) was made before the Convention entered into force pursuant to Article 15(1) and (ii) does not contain an express agreement as to where the securities account will be maintained.

(2) A provision in that agreement which would have the effect, under the law governing that agreement, that the laws of a particular State apply to any of the issues specified in Article 2(1) shall be treated, for the purpose of determining the State of the place of the relevant intermediary under Article 4(2), as an express agreement that the securities account will be maintained within that State.

This text could be placed in 4(2) or immediately following it, because it is a rule to be used in determining whether there is an express agreement under 4(2).

Association of Global Custodians: Article 17 *bis* addresses the applicability of the Convention to agreements that were finalized prior to the effective date of the Convention but do not expressly address the location of the securities account in compliance with Articles 4(2) and (3). The Association believes that such agreements should not have to be amended after the adoption of the Convention in order to comply with the Convention. Many existing agreements have "jurisdictional tests" embodied in them which should be sufficient for compliance with Article 4(2). One obvious "jurisdictional test" is the governing law provision – which is incorporated in Article 17 *bis* of the preliminary draft. Another clear "jurisdictional test", at least for banks, is the specific reference to a branch or office in the agreement. The Association urges that the Convention include, either in Article 17 *bis* or in Article 4(3), a provision which recognizes, for pre-Convention agreements, traditional "jurisdictional" indicators – such as governing law and reference to a particular branch or office of the relevant intermediary. Such a provision will obviate the need to amend thousands of agreements which would have been entered into prior to the adoption of the Convention – something which would be quite burdensome and will undermine the effectiveness of the Convention.

ISDA: We note that Articles 17 and 17 *bis* also have attracted significant attention. At this stage, ISDA has no official position on these Articles, but clearly the transitional issues need to be addressed. In particular, it seems as though some provision along the lines of Article 17 *bis* is needed, however the drafting needs to be revised carefully. In relation to both Articles, ISDA members clearly wish to avoid a result that would necessitate significant due diligence and compliance costs for our members at the time of the coming into effect of the Convention in any Contracting State.

Bundesverband deutscher Banken: As the law applicable under Article 4(2) also follows from the securities account holder's custody agreement, rules on the interpretation of existing custody agreements that do not specify the place at which the securities account is maintained are necessary. Article 17 *bis* is, however, unlikely to be any great help in jurisdictions (like, *e.g.*, Germany), in which provisions such as "the relevant intermediary's jurisdiction is a particular State" are not or only very rarely used, and the understanding is that the law determined by the governing law clauses only covers the contractual relations between the counterparties, but not the legal aspects listed in Article 2(1) (which aspects have been understood to fall within the *lex rei sitae* rule). The entry into force of the Convention must not make it necessary for the banks concerned to check all their custody agreements. For this reason, the transitional provision should include as broad a fall-back clause as possible, taking into account current contract practice. Its wording could read as follows:

"If it is reasonably evident that, at the time when the agreement between the account holder and the relevant intermediary was made, it was the (explicit or implied) understanding of those parties that the account was to be maintained in a specific jurisdiction, this shall be treated for the purposes of Article 4(2) as an agreement that the securities account will be maintained within that State."

To illustrate this clause, the Explanatory Report could refer to the case in which a domestic client has opened a securities account at a domestic branch without any further arrangements.

Giovannini group: Can it be argued that what is said in this paragraph would be true in any event? If so, what are the arguments in favour of its inclusion in the Convention?

Tagged accounts

ISDA: Finally we note that the question of "tagged accounts" generated significant discussion at the Special Commission in January. We believe, however, that the issues relating to tagged accounts may be adequately addressed on the basis of general principles, including the principles outlined in the draft Convention, without the need for a special set of rules in the Convention.

Costs, benefits and impact

Giovannini group: There is some uncertainty in assessing the impact of this Convention, both generally and from the European Union point of view.

- Do the Permanent Bureau or the Drafting Committee have any views on the **likely alteration to businesses practices that this Convention would result in?**
- In particular, would it result in a **gravitation across the financial markets towards particular systems of law and, if so, which ones?**
- **Do the answers to these questions differ if one were to imagine some, but not all, of the European Union Member States entering into the Convention?**

Drafting Comments

Canada: La délégation canadienne a noté, dans tout le projet de Convention, des incohérences dans l'utilisation des formes au singulier et au pluriel. Par exemple, « *securities account* » est utilisé à l'alinéa 4 *bis* (1)e) alors qu'on utilise « *securities accounts* » aux alinéas 4 *bis* (1) a), b)

et c). Il y a également des incohérences dans l'utilisation des formes du singulier et du pluriel entre les versions anglaise et française. Ainsi, « comptes de titres (forme au pluriel) » est utilisé à l'alinéa 4 *bis* (1)e) mais « *securities account* (forme au singulier) » est utilisé aux alinéas 4 *bis* (1) a), b) et c). Il serait utile que le Groupe de rédaction fasse concorder des expressions comme « loi applicable » et « loi désignée par les dispositions de la Convention », que l'on retrouve aux articles 6 et 8.

The Canadian delegation has noticed inconsistent use of the plural and singular forms throughout the draft Convention. For example, "securities account" is used in Article 4 *bis* (1)(e) but "securities accounts" is used in Article 4 *bis* (1)(a), (b) and (c). There are also inconsistencies in the use of the plural and singular forms between the English and French texts. For example, "*comptes de titres* (plural form)" is used in Article 4 *bis* (1)(e) but "securities account (singular form)" is used in Article 4 *bis* (1)(a), (b) and (c). It would also be useful for the Drafting Group to align expressions such as law applicable and law determined by the Convention found in Articles 6 and 8.

Avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

Propositions d'amendement à la version provisoire adoptée par la Commission spéciale le 17 janvier 2002 (à désigner « avant-projet d'avril 2002 »)

SOUMIS PAR LE BUREAU PERMANENT

Document préliminaire No 10 d'avril 2002

Article 1 Définitions et interprétation

(1) Dans la présente Convention :

« titres » désigne toutes actions, obligations ou autres instruments ou actifs financiers (autres que des espèces), ou tout droit sur ces titres ;

« intermédiaire » désigne toute personne qui, dans le cadre de son activité professionnelle ou à titre habituel, tient des comptes de titres pour autrui ou aussi bien pour autrui que pour son propre compte, et agit en cette qualité ;

« intermédiaire pertinent » désigne l'intermédiaire qui tient le compte de titres pour le titulaire du compte ;

« compte de titres » désigne un compte tenu par un intermédiaire au crédit duquel sont inscrits des titres ;

« titres détenus auprès d'un intermédiaire » désigne les droits résultant de l'inscription de titres en compte de titres, que ces droits soient de nature réelle, contractuelle ou autre ;

« titulaire de compte » désigne la personne au nom de laquelle un intermédiaire tient un compte de titres ;

« transfert » désigne tout transfert de propriété, pur et simple ou à titre de garantie, ainsi que toute constitution de sûreté, avec ou sans dépossession ;

« opposabilité » signifie l'accomplissement de toute formalité nécessaire en vue d'assurer la pleine efficacité d'un transfert envers toute personne qui n'est pas partie à ce transfert ;

« procédure d'insolvabilité » désigne une procédure collective, judiciaire ou administrative, y compris une procédure provisoire, dans laquelle les actifs et les activités du débiteur sont soumis à contrôle ou supervision d'un tribunal ou d'une autre autorité compétente aux fins de redressement ou de liquidation ;

« État à plusieurs unités » désigne un État dans lequel deux ou plusieurs unités territoriales de cet État ou cet État et une ou plusieurs de ses unités territoriales ont leurs propres règles de droit se rapportant aux questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier.

(2) Toute référence dans cette Convention à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend un transfert en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte, y compris un privilège légal né de la relation de compte.

(3) Toute référence dans cette Convention à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend un transfert ayant comme objet un compte de titres.

Option A (Projet de décembre 2001)

[(4) Une personne n'est pas considérée comme intermédiaire au sens de la présente Convention pour la seule raison

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

(b) qu'elle tient dans ses propres livres des écritures au sujet de titres crédités à un compte de titres tenu par un intermédiaire au nom d'autres personnes pour lesquelles elle agit comme gérant, agent ou dans une autre qualité administrative.]

Option B (texte élaboré lors de la Commission spéciale)

[(4) Sous réserve du paragraphe 5, une personne n'est pas considérée comme intermédiaire en rapport avec des titres au sens de la présente Convention pour la seule raison :

(a) qu'elle agit en tant qu'[agent de registre] ou de transfert d'un émetteur de titres ou qu'elle gère un système ou une procédure permettant de transférer lesdits titres sur les livres de l'émetteur ;

(b) qu'elle tient dans ses propres livres des écritures au sujet de titres crédités à un compte de titres tenu par un intermédiaire au nom d'autres personnes pour lesquelles elle agit comme gérant, agent ou dans une autre qualité administrative.

(5) Les États contractants ou États visés au paragraphe 6 déclarent si une personne qui tient, pour des titres particuliers, les livres sur lesquels figure l'inscription primaire des droits sur ces titres doit être traitée comme un intermédiaire sur lesdits titres. Cette déclaration peut être modifiée par toute déclaration ultérieure.

(6) Pour les besoins du paragraphe précédant, les États contractants ou États visés sont :

(a) l'État dans lequel la personne concernée tient les livres ; et

(b) lorsque la loi d'un autre État régit le transfert de titres dans les livres de l'émetteur et que cette loi impose [ou permet] le transfert de ces titres par l'intermédiaire du système géré par cette personne, cet autre État.]

Article 2 Portée de la Convention et de la loi applicable

(1) La présente Convention détermine la loi applicable aux questions suivantes en rapport avec des titres détenus auprès d'un intermédiaire :

(a) si les droits résultant de l'inscription de titres en compte de titres sont de nature réelle, contractuelle ou autre ;

Preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary

Suggestions for amendment of the provisional version adopted by the Special Commission on 17 January 2002 (to be referred to as the "April 2002 preliminary draft")

SUBMITTED BY THE PERMANENT BUREAU

Preliminary Document No 10 of April 2002

Article 1 Definitions and interpretation

(1) In this Convention –

"securities" means any shares, bonds or other financial instruments or assets (other than cash), or any interest therein;

"intermediary" means a person that in the course of a business or other regular activity maintains securities accounts for others or both for others and for its own account and is acting in that capacity;

"relevant intermediary" means the intermediary that maintains the securities account for the account holder;

"securities account" means an account maintained by an intermediary to which securities are credited;

"securities held with an intermediary" means the rights of an account holder resulting from a credit of securities to a securities account, whether such rights are property, contract, or other rights;

"account holder" means a person in whose name an intermediary maintains a securities account;

"disposition" means any transfer of title whether outright or by way of security and any grant of a security interest whether possessory or non-possessory;

"perfection" means completion of any steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition;

"insolvency proceeding" means a collective judicial or administrative proceeding, including an interim proceeding, in which the assets and affairs of the debtor are subject to control or supervision by a court or other competent authority for the purpose of reorganisation or liquidation;

"Multi-Unit State" means a State within which two or more territorial units of that State, or both the State and one or more of its territorial units, have their own rules of law in respect of any of the issues specified in Article 2(1).

(2) References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include a disposition, as well as a lien by operation of law, in favour of the account holder's intermediary arising in relation to the securities account.

(3) References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include a disposition of a securities account.

Option A (December 2001 draft)

[(4) A person shall not be considered an intermediary for the purposes of this Convention merely because –

(a) it acts as [registrar or] transfer agent for an issuer of securities; or

(b) it records in its own books details of securities credited to securities accounts maintained by an intermediary in the names of other persons for whom it acts as manager or agent or otherwise in a purely administrative capacity.]

Option B (text developed at the Special Commission)

[(4) Subject to paragraph 5, a person shall not be considered an intermediary in relation to securities for the purposes of this Convention merely because –

(a) it acts as [registrar or] transfer agent for the issuer of the securities or operates a system or arrangement for transfer of those securities on records of the issuer; or

(b) it records in its own books details of securities credited to securities accounts maintained by an intermediary in the names of other persons for whom it acts as manager or agent or otherwise in a purely administrative capacity.

(5) The Contracting State or States referred to in paragraph 6 shall declare whether a person who maintains records of particular securities which constitute the primary record of entitlement to them is to be treated as an intermediary in relation to those securities, and may modify such a declaration by submitting another declaration at any time.

(6) For the purposes of the preceding paragraph, the Contracting State or States are –

(a) the State in which the person concerned maintains the records; and

(b) where the law of another State governs the transfer of the securities on the records of the issuer and that law requires [or permits] such securities to be transferred through the system operated by that person, that other State.]

Article 2 Scope of the Convention and of the applicable law

(1) This Convention determines the law applicable to the following issues in respect of securities held with an intermediary –

(a) whether the rights resulting from the credit of securities to a securities account are property, contract, or other rights;

(b) la nature juridique et les effets à l'égard des tiers d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(c) les éventuelles conditions d'opposabilité d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(d) si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire a pour effet d'éteindre ou de primer un droit concurrent ;

(e) les éventuelles obligations d'un intermédiaire envers une personne qui revendique des droits concurrents sur des titres détenus auprès de cet intermédiaire ;

(f) les éventuelles conditions à la réalisation d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(g) si la constitution d'une sûreté sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire s'étend aux droits aux dividendes, revenus, autres distributions et remboursements, produits de cession ou tous autres produits.

(2) Cette Convention ne détermine pas la loi applicable :

(a) aux droits et obligations contractuels des parties à un transfert de titres ;

(b) aux droits et obligations contractuels découlant des relations entre un intermédiaire et un titulaire de compte ; ou

(c) aux droits et obligations d'un émetteur de titres ou d'un agent de registre ou de transfert d'un tel émetteur à l'égard du porteur des titres ou de toute autre personne.

Article 3 Caractère international d'une situation

La présente Convention s'applique dans toutes les situations comportant un conflit entre les lois de différents États.

Article 4 Détermination de la loi applicable

(1) La loi applicable à toute question mentionnée à l'article 2, paragraphe premier, est la loi de l'État du lieu de l'intermédiaire pertinent [au moment du fait générateur de cette question].

(2) Cet État est l'État convenu entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent comme étant celui où est tenu le compte de titres, à condition que l'intermédiaire pertinent ait, au moment de la conclusion de la convention, un établissement dans cet État exerçant à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de comptes de titres, soit seul soit conjointement avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent, dans cet État ou dans un autre État.

(3) L'accord mentionné au paragraphe précédant doit être exprès ou, à défaut, résulter de manière implicite des dispositions du contrat pris dans son ensemble.

(4) Si l'État du lieu de l'intermédiaire pertinent n'est pas déterminé selon le paragraphe 2, cet État est :

(a) l'État dont le droit régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent ; ou

(b) à défaut, l'État dans lequel l'intermédiaire pertinent exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, l'État dans lequel est situé son principal lieu d'activité.

[Article 4 *bis* Facteurs indicatifs de tenue de comptes[1]

Pour les besoins de la présente Convention, un établissement d'un intermédiaire est considéré comme exerçant à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de comptes s'il exerce notamment une ou plusieurs des activités suivantes de manière régulière :

(a) les contrats se rapportant aux comptes de titres sont conclus dans cet établissement ou sont reçus auprès de celui-ci ;

(b) les titulaires de comptes de titres peuvent communiquer avec cet établissement au sujet de comptes de titres ;

(c) les activités de l'intermédiaire se rapportant aux comptes de titres en matière juridique, réglementaire, d'audit, de suivi de positions ou de relations clientèle sont exercées auprès de cet établissement ;

(d) les relevés de compte portent l'adresse de cet établissement ou sont établis dans ledit établissement ;

(e) les inscriptions aux comptes de titres, telles que la comptabilité, l'enregistrement, le transfert ou le nantissement de titres, sont saisies, sauvegardées ou traitées par l'intermédiaire auprès de cet établissement ;

(f) un numéro de compte ou un code bancaire unique ou tout autre mode d'identification rattache à cet établissement la fonction de tenue de comptes de titres ;

(g) . . .]

[Article 4 *ter* Facteurs exclus pour la détermination de l'État du lieu de l'intermédiaire pertinent

Pour déterminer l'État du lieu de l'intermédiaire pertinent il ne sera tenu aucun compte des éléments suivants :

(a) les lieux où les certificats représentant ou matérialisant les titres sont situés ;

(b) tout lieux où est tenu par ou pour le compte de l'émetteur des titres un registre des titulaires des droits sur les titres ;

(c) le lieu d'organisation, de constitution ou du siège statutaire de l'émetteur de titres, de son administration centrale ou de son principal établissement ;

(d) le lieu de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent ; ou

(e) les lieux où les installations de traitement de données et de comptabilité du compte de titres sont situées.]

[1] *Note* : Le texte de l'article 4 *bis* reproduit ici est presque identique à celui qui figure déjà à l'art. 4 *bis*, paragraphe premier, du Doc. prél. No 8 (version provisoire de l'avant-projet de Convention adopté par la Commission spéciale en janvier 2002), la principale différence étant que la lettre (f) de la version contenue dans le Doc. prél. No 8 a été supprimée. Il convient de rappeler cependant que, par manque de temps, cette disposition n'avait pas été discutée de manière approfondie par la séance plénière en janvier 2002, et a été insérée uniquement pour permettre un examen ultérieur. Dans ce contexte, la Commission spéciale a chargé le Comité de rédaction d'évaluer cette version préliminaire de l'article 4 *bis*, et si besoin était, de présenter de nouvelles propositions. Lors de sa réunion de Francfort en mars 2002, le Comité de rédaction a constitué un sous-groupe de travail pour examiner cette question en détail et proposer une liste révisée de facteurs indiquant la tenue de comptes de titres (dite également « liste blanche »). Les conclusions de ce sous-groupe de travail ont servi de fondement pour une nouvelle proposition de « liste blanche » présentée par le Bureau Permanent et qui figure en Annexe I au présent document.

(b) the legal nature and effects against third parties of a disposition of securities held with an intermediary;

(c) the requirements, if any, for perfection of a disposition of securities held with an intermediary;

(d) whether a person's interest in securities held with an intermediary extinguishes or has priority over a competing interest;

(e) the duties, if any, of an intermediary to a person who asserts a competing interest in securities held with that intermediary;

(f) the requirements, if any, for the realisation of an interest in securities held with an intermediary; and

(g) whether a security interest in securities held with an intermediary extends to entitlements to dividends, income, other distributions or redemption, sale or other proceeds.

(2) This Convention does not determine the law applicable to –

(a) the contractual rights and duties of parties to a transaction in securities;

(b) the contractual rights and duties arising from relations between an intermediary and an account holder; or

(c) the rights and duties of an issuer of securities or of an issuer's registrar or transfer agent, whether in relation to the holder of the securities or any other person.

Article 3 Internationality

This Convention applies in all cases involving a choice between the laws of different States.

Article 4 Determination of the applicable law

(1) The law applicable to any issue specified in Article 2(1) is the law of the State of the place of the relevant intermediary [at the time of the event giving rise to that issue.]

(2) That State is the State agreed by the account holder and the relevant intermediary as the State in which the securities account is maintained, provided that at the time of the agreement the relevant intermediary has an office within that State engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts, whether alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary, in that or another State.

(3) The agreement referred to in the preceding paragraph must be express or, if not express, implied from the terms of the contract considered as a whole.

(4) If the State of the place of the relevant intermediary is not determined under paragraph 2, that State is –

(a) the State under whose law the relevant intermediary is incorporated or organised; or

(b) failing this, the State in which the relevant intermediary has its place of business or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business.

[Article 4 *bis* Factors indicative of maintenance of accounts[1]

For the purposes of this Convention, but not by way of limitation, an office of an intermediary is engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts if any one or more of the following activities regularly occurs –

(a) contracts regarding securities accounts are executed at such office or received by such office;

(b) account holders can communicate with the intermediary at such office with regard to securities accounts;

(c) legal, regulatory, auditing, position monitoring, or account-holder-support functions of the intermediary relating to securities accounts occur at such office;

(d) account statements bear an address of that office or are prepared at that office;

(e) entries to a securities account by the intermediary are made, stored, or managed at that office, such as the booking, recording, transferring, or pledging of securities;

(f) a single account number, bank code, or other means of identification exists that identifies such office as maintaining securities accounts at that office;

(g) . . .]

[Article 4 *ter* Factors excluded for determination of the State of the place of the relevant intermediary

(1) In determining the State of the place of the relevant intermediary no account shall be taken of the following factors –

(a) the places where certificates representing or evidencing securities are located;

(b) the places where any register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located;

(c) the place where the issuer of the securities is organised or incorporated or has its statutory seat, central administration, principal place of business or its registered office;

(d) the place where any intermediary other than the relevant intermediary is located; or

(e) the places where the technology supporting the bookkeeping or data processing for the securities account is located.]

[1] *Note*: The text of Art. 4 *bis* reproduced here is almost identical to that already appearing in Art. 4 *bis*, paragragh 1, of Prel. Doc. No 8 (provisional version of the preliminary draft Convention adopted by the Special Commission in January 2002), the main difference being that sub-paragraph (f) of the version appearing in Prel. Doc. No 8 has been deleted. One may recall, however, that due to lack of time Art. 4 *bis* had not been discussed extensively by the plenary in January 2002 and was merely inserted so as to provide the basis for further consideration. Against this background, the Special Commission mandated the drafting Committee to assess this preliminary version of Art. 4 *bis* and, if needed, to submit new suggestions. At its Frankfurt meeting in March 2002, the drafting Committee established a sub-working group to consider this issue in detail and to propose a revised list of factors indicative of maintaining securities accounts (also referred to as the "white list"). The work of this sub-working group formed the basis for a new proposal of the "white list" made by the Permanent Bureau and which appears in Appendix 1 to this document.

Article 5 Insolvabilité

(1) L'ouverture d'une procédure d'insolvabilité en vertu d'une loi autre que celle de l'État du lieu de l'intermédiaire pertinent n'affecte pas :

(a) la détermination des questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier, se rapportant à des titres qui ont été inscrits en compte ;

(b) un transfert de titres détenus auprès de cet intermédiaire rendu opposable conformément au droit de l'État du lieu de cet intermédiaire.

(2) La présente Convention ne porte pas préjudice à l'application :

(a) de toute règle du droit de l'insolvabilité relative au rang des catégories de créances ou à la nullité d'un transfert effectué au mépris des règles sur la période suspecte ou en fraude des droits des créanciers ; ou

(b) de toute règle de droit matériel ou de procédure d'insolvabilité se rapportant à l'exercice de droits sur un bien à compter de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité.

Article 6 Applicabilité générale de la Convention

La présente Convention est applicable même si la loi qu'elle désigne est celle d'un État non contractant.

Article 7 Exclusion du renvoi

Au sens de la présente Convention, le terme « loi » désigne le droit en vigueur d'un État, à l'exclusion des règles de conflit de lois.

Article 8 Ordre public et lois d'application immédiate

(1) L'application de la loi désignée par les dispositions de la présente Convention ne peut être écartée que si elle conduirait à un résultat manifestement contraire à l'ordre public du for.

(2) Sous réserve du paragraphe 3, la présente Convention ne porte pas atteinte aux dispositions de la loi du for dont l'application s'impose même aux situations internationales, quelle que soit la loi désignée par les règles de conflit de lois.

(3) Les dispositions de la loi du for imposant des conditions relatives à l'opposabilité ou se rapportant au rang entre droits concurrents ne peuvent être appliquées en vertu de cet article, sauf si la loi du for est la loi désignée par l'article 4.

Article 9 Détermination de la loi applicable en relation avec un État à plusieurs unités[2]

(1) En relation avec un État à plusieurs unités, l'article 4, paragraphe 2 s'applique comme suit :

(a) Si le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu que le compte de titres sera maintenu dans une unité territoriale spécifique de cet État à plusieurs unités, ou dans un lieu déterminé situé dans une unité territoriale de cet État,

(i) la référence dans l'article 4, paragraphe 2 à l'État convenu vise cette unité territoriale ;

(ii) la référence à « cet État » dans la condition énoncée à l'article 4, paragraphe 2 vise l'État à plusieurs unités lui-même, à moins que cet État n'ait déclaré que de telles références, appliquées à cet État, visent une unité territoriale spécifique.

(b) Si le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu que le compte de titres sera maintenu dans un État à plusieurs unités (mais sans préciser un lieu ou une unité territoriale spécifique), les références à cet État dans l'article 4, paragraphe 2 visent l'État à plusieurs unités et la loi applicable est déterminée comme suit :

(i) si l'État à plusieurs unités a fait une déclaration en vertu du paragraphe 3, conformément aux règles de conflit internes mentionnées dans la déclaration, et

(ii) dans les autres cas, conformément à l'article 4, paragraphe 4.

(2) En relation avec un État à plusieurs unités, l'article 4, paragraphe 4 s'applique comme suit :

(a) les références à l'État dont la loi régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent ou dans lequel il exerce son activité ou, en l'absence d'un lieu unique, dans lequel est situé son principal lieu d'activité, visent l'unité territoriale dont la loi régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent ou dans laquelle il exerce son activité ou dans laquelle est situé son principal lieu d'activité ;

(b) si l'intermédiaire pertinent est constitué ou organisé en vertu des lois de l'État à plusieurs unités, mais en vertu d'aucune des lois d'une unité territoriale, les références à l'État dont la loi régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent visent l'unité territoriale dans laquelle il exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, l'État dans lequel est situé son principal lieu d'activité.

(3) Un État à plusieurs unités peut déclarer que :

(a) si le titulaire du compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu que le compte de titres est tenu dans un État à plusieurs unités, sans préciser un lieu ou une unité territoriale spécifique, les règles de conflit internes en vigueur dans l'État à plusieurs unités déterminent si ce sont les règles de droit matériel de l'État à plusieurs unités ou d'unité territoriale spécifique qui s'appliquent ;

(b) si, en application de l'article 4, paragraphes 2 ou 4, la loi applicable est celle d'une des unités territoriales mais que, en vertu des règles de conflit internes en vigueur dans cette unité territoriale, la loi applicable est celle d'une autre unité territoriale ou celle de l'État à plusieurs unités lui même, c'est la règle de droit matérielle de cette autre unité territoriale ou, le cas échéant, celle de l'État à plusieurs unités qui s'applique.

[2] L'applicabilité de cette disposition aux organisations régionales d'intégration économique reste à examiner.

Article 5 Insolvency

(1) The opening of an insolvency proceeding under a law other than the law of the State of the place of the relevant intermediary does not affect –

(a) the determination of issues specified in Article 2(1) in respect of securities that have been credited to a securities account; or

(b) a disposition of securities held with that intermediary that has been perfected in accordance with the law of the State of the place of that intermediary.

(2) Nothing in this Convention affects the application of –

(a) any rules of insolvency law relating to the ranking of categories of claim or to the avoidance of a disposition as a preference or a transfer in fraud of creditors; or

(b) any rules of substantive or procedural insolvency law relating to the enforcement of rights to property after the opening of an insolvency proceeding.

Article 6 General applicability

This Convention applies whether or not the applicable law is that of a Contracting State.

Article 7 Exclusion of choice of law rules (*renvoi*)

In this Convention, the term "law" means the law in force in a State other than its choice of law rules.

Article 8 Public policy and internationally mandatory rules

(1) The application of the law determined by this Convention may be refused only if the effects of its application would be manifestly contrary to the public policy of the forum.

(2) Subject to paragraph 3, this Convention does not prevent the application of those provisions of the law of the forum which, irrespective of rules of conflict of laws, must be applied even to international situations.

(3) This Article does not permit application of provisions of the law of the forum imposing requirements with respect to perfection or relating to priorities between competing interests, unless the law of the forum is the law determined by Article 4.

Article 9 Determination of applicable law for Multi-unit States[2]

(1) In relation to a Multi-unit State, Article 4(2) applies as follows –

(a) If the account holder and the relevant intermediary have agreed that the securities account is maintained within a specified territorial unit of that Multi-unit State, or at a specified place which is situated within a territorial unit of that Multi-unit State, then

(i) the reference to the agreed State in Article 4(2) is to that territorial unit;

(ii) the reference to "that State" in the proviso to Article 4(2) is to the Multi-unit State itself, unless the Multi-unit State has declared that such reference, in its application to that Multi-Unit State, is to a particular territorial unit.

(b) If the account holder and the relevant intermediary have agreed that the securities account is maintained within the Multi-unit State (without specifying a particular place or a particular territorial unit), the references to that State in Article 4(2) are to the Multi-unit State and the applicable law shall be determined –

(i) if the Multi-unit State has made a declaration under paragraph (3), in accordance with the internal choice of law rules referred to in the declaration; and

(ii) otherwise, in accordance with Article 4(4).

(2) In relation to a Multi-unit State, Article 4(4) applies as follows –

(a) the references to the State under whose law the relevant intermediary is incorporated or organised or in which it has its place of business or principal place of business are references to the territorial unit under whose law the relevant intermediary is incorporated or organised or in which it has its place of business or principal place of business;

(b) if the relevant intermediary is incorporated or organised under the laws of the Multi-unit State and not those of any of the territorial units of that Multi-unit State, the reference to the State under whose law it is incorporated or organised shall be treated as a reference to the territorial unit in which is situated its place of business or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business.

(3) A Multi-unit State may declare that,

(a) if the account holder and the relevant intermediary have agreed that the securities account is maintained within the Multi-unit State, without specifying a particular place or a particular territorial unit, the internal choice of law rules in force in the Multi-unit State shall determine whether the substantive rules of law of the Multi-unit State or of a particular territorial unit shall apply;

(b) if, as a result either of Article 4(2) or Article 4(4), the applicable law would be the law of one of its territorial units, but under the internal choice of law rules in force in that territorial unit the applicable law would be that of another territorial unit or the Multi-unit State itself, then the substantive rules of law of that other territorial unit or (as the case may be) of the Multi-unit State itself shall apply.

[2] The applicability of this provision to Regional Economic Integration Organisations will need to be considered.

[(4) Toute déclaration faite en vertu du paragraphe 3 [peut] [doit] être accompagnée par des informations relatives au contenu des règles de conflit de lois de cet État et de celles de ses unités territoriales. Le Bureau Permanent rend cette information accessible aux personnes intéressées par des moyens appropriés.]

(5) Toute déclaration faite en vertu du paragraphe premier, lettre (a)(ii) ou en vertu du paragraphe 3, ne peut avoir aucun effet sur un transfert effectué avant que la déclaration ne devienne effective.

Article 10 Interprétation uniforme

Pour l'interprétation de la présente Convention, il sera tenu compte de son caractère international et de la nécessité de promouvoir l'uniformité de son application.

Article 11 Examen du fonctionnement pratique de la Convention

Le Secrétaire général de la Conférence de La Haye de droit international privé convoque périodiquement une Commission spéciale afin d'examiner le fonctionnement pratique de la Convention [et l'opportunité d'apporter des modifications à celle-ci].

[Article 12 Amendements à la Convention

(1) Un État contractant peut soumettre des propositions d'amendements à cette Convention au Secrétaire général de la Conférence de la Haye de droit international privé, lequel consultera les États contractants et [si une majorité de deux tiers de ces États approuve la proposition] réunira une Commission spéciale en vue d'examiner les amendements proposés.

(2) Si la Commission spéciale approuve les amendements, ils seront alors présentés sous forme de Protocole. Les articles 13 à 15 s'appliquent à ce Protocole.]

Article 13 Signature, Ratification, Acceptation, Approbation ou Adhésion

(1) La Convention est ouverte à la signature de tous les États.

(2) La Convention pourra donner lieu à la ratification, à l'acceptation, à l'approbation ou à l'adhésion des États signataires.

(3) Les instruments de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion seront déposés auprès du Ministère des Affaires Étrangères du Royaume des Pays-Bas, dépositaire de la Convention.

Article 14 Organisations régionales d'intégration économique

(1) Une organisation régionale d'intégration économique constituée par des États souverains et ayant compétence sur certaines matières régies par la présente Convention peut elle aussi signer, accepter et approuver la présente Convention ou y adhérer. En pareil cas, l'organisation régionale d'intégration économique aura les mêmes droits et obligations qu'un État contractant, dans la mesure où cette organisation a compétence sur des matières régies par la présente Convention. Lorsque le nombre d'États contractants est pertinent dans la présente Convention, l'organisation régionale d'intégration économique n'est pas comptée comme État contractant en plus de ses États membres qui sont des États contractants.

(2) Au moment de la signature, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, l'organisation régionale d'intégration économique présente au dépositaire une déclaration indiquant les matières régies par la présente Convention pour lesquelles ses États membres ont délégué leur compétence à cette organisation. L'organisation régionale d'intégration économique doit informer sans retard le dépositaire de toute modification intervenue dans la délégation de compétence, y compris de nouvelles délégations de compétence, spécifiée dans la déclaration faite en vertu du présent paragraphe.

(3) Toute référence à « État contractant » ou « États contractants » dans la présente Convention s'applique également à une organisation régionale d'intégration économique, lorsque le contexte requiert qu'il en soit ainsi.

Article 15 Entrée en vigueur

(1) La Convention entrera en vigueur le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après le dépôt du troisième instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion prévu par l'article 13.

(2) Par la suite, la Convention entrera en vigueur :

(a) pour chaque État ratifiant, acceptant, approuvant ou adhérant postérieurement, le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après le dépôt de son instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion ;

(b) pour les unités territoriales auxquelles la Convention a été étendue conformément a l'article 16, paragraphe premier, le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après la notification visée dans l'article.

Article 16 État à plusieurs unités

(1) Un État à plusieurs unités pourra, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, déclarer que la Convention s'appliquera à toutes ses unités territoriales ou seulement à l'une ou à plusieurs d'entre elles, et pourra à tout moment modifier cette déclaration en faisant une nouvelle déclaration.

[(4) Any declaration according to paragraph 3 [may] [shall] be accompanied by information concerning the content of the choice of law rules of that Multi-unit State and of its territorial units. The Permanent Bureau shall then make that information available to interested parties by appropriate means.]

(5) Any declaration under paragraph 1(a)(ii) or paragraph 3 shall have no effect on dispositions made before that declaration becomes effective.

Article 10 Uniform interpretation

In the interpretation of this Convention, regard is to be had to its international character and to the need to promote uniformity in its application.

Article 11 Review of practical operation of the Convention

The Secretary General of the Hague Conference on Private International Law shall at regular intervals convene a Special Commission to review the practical operation of the Convention [and to consider whether any amendments to this Convention are desirable].

[Article 12 Amendments to the Convention

(1) A Contracting State may submit proposals for amendments to this Convention to the Secretary General of the Hague Conference on Private International Law, who shall then consult the Contracting States, and [if a majority of two thirds of these States approves the proposal] shall convene a Special Commission to consider the proposed amendments.

(2) If the Special Commission approves the proposed amendments, they shall be laid down in a Protocol. Articles 13 to 15 apply to this Protocol.]

Article 13 Signature, ratification, acceptance, approval or accession

(1) This Convention shall be open for signature by all States.

(2) This Convention is subject to ratification, acceptance, approval or accession by the signatory States.

(3) The instruments of ratification, acceptance, approval or accession shall be deposited with the Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of the Netherlands, Depositary of the Convention.

Article 14 Regional organisations

(1) A Regional Economic Integration Organisation which is constituted by sovereign States and has competence over certain matters governed by this Convention may similarly sign, accept, approve or accede to this Convention. The Regional Economic Integration Organisation shall in that case have the rights and obligations of a Contracting State, to the extent that that Organisation has competence over matters governed by this Convention. Where the number of Contracting States is relevant in this Convention, the Regional Economic Integration Organisation shall not count as a Contracting State in addition to its Member States which are Contracting States.

(2) The Regional Economic Integration Organisation shall, at the time of signature, acceptance, approval or accession, make a declaration to the Depositary specifying the matters governed by this Convention in respect of which competence has been transferred to that Organisation by its Member States. The Regional Economic Integration Organisation shall promptly notify the Depositary of any changes to the distribution of competence, including new transfers of competence, specified in the declaration under this paragraph.

(3) Any reference to a "Contracting State" or "Contracting States" in this Convention applies equally to a Regional Economic Integration Organisation where the context so requires.

Article 15 Entry into force

(1) The Convention shall enter into force on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after the deposit of the third instrument of ratification, acceptance, approval or accession referred to in Article 13.

(2) Thereafter the Convention shall enter into force –

(a) for each State subsequently ratifying, accepting, approving or acceding to it, on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after the deposit of its instrument of ratification, acceptance, approval or accession;

(b) for a territorial unit to which this Convention has been extended by a declaration under Article 16(1), on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after that declaration.

Article 16 Multi-Unit States

(1) A Multi-unit State may at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession declare that this Convention shall extend to all its territorial units or only to one or more of them and may modify this declaration by submitting another declaration at any time.

(2) Ces déclarations seront notifiées au dépositaire et indiqueront expressément les unités territoriales auxquelles la Convention s'applique.

(3) Si un État ne fait pas de déclaration en vertu du présent article, la Convention s'appliquera à l'ensemble du territoire de cet État.

[Article 17 Régime des droits préexistants

A la lumière de commentaires reçus et des discussions menées lors de sa réunion à Francfort, le Comité de rédaction suggère de supprimer l'ancien article 17 Option A et de s'en remettre au principe général de la non-rétroactivité. Il n'a toutefois pas estimé nécessaire d'inclure une disposition exprimant ce principe. En revanche, pour la question de priorité entre un transfert effectué avant l'entrée en vigueur de la Convention et un transfert effectué après l'entrée en vigueur de la Convention, l'Option A suivante a été jugée nécessaire :

Option A

Dans un État contractant, la loi applicable en vertu de cette Convention détermine le rang attaché à un transfert effectué avant l'entrée en vigueur de la Convention dans cet État par rapport à celui d'un transfert effectué après l'entrée en vigueur.

Option B

Le Comité de rédaction a également inclus la disposition suivante pour permettre d'examiner l'opinion minoritaire selon laquelle la Convention devrait avoir un effet rétroactif.

(1) Cette Convention s'applique dans un État à tous les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire effectués avant ou après son entrée en vigueur dans cet État, sous réserve des dispositions suivantes.

(2) Lorsqu'un tribunal d'un État est appelé à trancher une question relative à un transfert antérieur, et

(a) que la partie en faveur de laquelle le transfert antérieur a été effectué

(i) a raisonnablement estimé que la loi applicable était une loi autre que celle prévue par la présente Convention et

(ii) a, dans les six mois qui suivent l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet État, pris les dispositions nécessaires conformément à la loi prévue par la présente Convention, et

(b) qu'aucune partie au litige invoquant un droit concurrent démontre qu'elle s'est raisonnablement fondée sur l'hypothèse que la loi applicable était celle prévue par la présente Convention,

le tribunal applique la présente Convention comme si les mesures prises étaient antérieures à la date d'entrée de la présente Convention. Par « transfert antérieur » il faut entendre un transfert effectué avant la date d'entrée en vigueur de cette Convention dans un État déterminé.

(3) Cette Convention n'affecte pas les procédures judiciaires engagées dans un État avant l'entrée en vigueur de la Convention dans cet État.

Article 17 *bis* Interprétation des contrats conclus antérieurement à la Convention

(1) Les dispositions suivantes s'appliquent exclusivement à une convention régissant un compte de titres qui

(a) a été conclu avant l'entrée en vigueur de la Convention conformément à l'article 15, paragraphe 1, et qui

(b) ne contient aucune stipulation expresse ou implicite quant au lieu où est situé le compte de titres.

(2) Une désignation dans cette convention dont il peut résulter, selon la loi régissant la convention, que le droit d'un État déterminé s'applique à une des questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier, est considérée, pour déterminer l'État du lieu de l'intermédiaire pertinent conformément à l'article 4, paragraphe 2, comme stipulant que le compte de titres est tenu dans cet État.

Article 18 Dénonciation

(1) Tout État contractant pourra dénoncer la Convention par une notification adressée par écrit au dépositaire.

(2) La dénonciation prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de douze mois après la date de réception de la notification par le dépositaire. Lorsqu'une période plus longue pour la prise d'effet de la dénonciation est spécifiée dans la notification, la dénonciation prendra effet à l'expiration de la période en question après la date de réception de la notification.

Article 19 Notifications par le dépositaire

A compléter.

[Autres clauses finales]

A compléter. Il a notamment été convenu d'inclure une clause générale sur les déclarations, y compris une disposition sur la possibilité de modifier une déclaration.

(2) Any such declaration shall be notified to the Depositary and shall state expressly the territorial units to which the Convention applies.

(3) If a State makes no declaration under this Article, this Convention is to extend to all territorial units of that State.

[Article 17 Treatment of pre-existing rights

In light of the comments received and the discussion at the meeting in Frankfurt, the Drafting Committee suggests to delete the old Article 17 Option A and to refer to the general principle of non-retroactivity. It did not, however, consider it necessary to include a provision stating that principle. On the other hand, for the question of priority between a pre-Convention disposition and a post-Convention disposition, the following Option A has been considered necessary.

Option A

In a Contracting State, the law applicable under this Convention determines the priority between a disposition made before the Convention entered into force for that State and a disposition made after the entry into force.

Option B

The Drafting Committee has also included the following provision with a view to permit consideration of the minority view under which the Convention should be given retroactive effect.

(1) This Convention applies in a State to all dispositions of securities held with an intermediary concluded before or after its entry into force for that State, subject to the following provisions.

(2) Where a court of a State has to determine a matter concerning a pre-Convention disposition, and

(a) the party to whom a pre-Convention disposition was made

(i) reasonably relied on the assumption that the governing law was other than as specified in this Convention, and

(ii) took appropriate action under the law specified in this Convention within six months after this Convention entered into force in that State, and

(b) no party with a competing interest asserted in the litigation establishes that it reasonably relied on the assumption that the governing law was as specified in this Convention,

the Court shall apply this Convention as if the action had been taken before this Convention took effect. "Pre-Convention disposition" means a disposition made prior to the entry into force of this Convention for a particular State.

(3) This Convention does not affect a legal proceeding commenced in the courts of a State before entry into force of this Convention for that State.

Article 17 *bis* Interpretation of pre-Convention agreements

(1) The following provision applies only with respect to an agreement governing a securities account which –

(a) was made before the Convention entered into force pursuant to Article 15(1); and

(b) does not contain an express or implied agreement as to where the securities account is maintained.

(2) A provision in that agreement which would have the effect, under the law governing that agreement, that the laws of a particular State apply to any of the issues specified in Article 2(1) shall be treated, for the purpose of determining the State of the place of the relevant intermediary under Article 4(2), as an agreement that the securities account is maintained within that State.

Article 18 Denunciation

(1) A Contracting State may denounce the Convention by a notification in writing addressed to the Depositary.

(2) The denunciation takes effect on the first day of the month following the expiration of twelve months after the notification is received by the Depositary. Where a longer period for the denunciation to take effect is specified in the notification, the denunciation takes effect upon the expiration of such longer period after the notification is received by the Depositary.

Article 19 Notifications by the Depositary

To be completed.

[Other final clauses]

To be completed. It was agreed to include a general clause on declarations, including a provision on possible modifications to declarations.

ANNEXE I

PROPOSITION D'ARTICLE 4 *BIS* RÉVISÉ
(« LISTE BLANCHE »)

soumise par le Bureau Permanent, sur le fondement des résultats des travaux réalisés par le sous-groupe de travail constitué par le Comité de rédaction, et des observations reçues des membres du Comité de rédaction (voir note à l'article 4 bis du document principal)

Article 4 bis

Pour les besoins de la présente Convention, un établissement d'un intermédiaire est considéré comme exerçant, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de comptes de titres, si une ou plusieurs des activités suivantes est exercée de manière régulière :

(a) la réalisation et la mise à jour d'inscriptions en comptes de titres sont gérées ou suivies dans cet établissement ;

(b) la gestion et l'administration des versements de dividendes, intérêts et remboursements, événements sociaux et autres éléments relatifs aux titres détenus auprès de l'intermédiaire sont réalisées par cet établissement ;

[c) les services d'assistance de l'intermédiaire au titulaire du compte relativement aux comptes de titres sont réalisés dans cet établissement ;] ou

(d) un numéro de compte ou code bancaire unique ou autre moyen d'identification rattache à cet établissement la fonction de tenue de comptes de titres.

COMMENTAIRE

Introduction : l'objet de la liste blanche

L'article 4 *bis* doit être évalué à la lumière de la disposition fondamentale de la Convention à savoir, l'article 4, paragraphe 2. Selon cette dernière disposition, le titulaire du compte et l'intermédiaire pertinent peuvent convenir du lieu de situation de l'intermédiaire pertinent en choisissant un Etat « dans lequel (. . .) le compte de titres est tenu, pour autant que l'intermédiaire pertinent ait un établissement dans cet Etat exerçant à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de comptes de titres ». La « liste blanche » proposée ci-dessus a pour objet d'*expliciter la teneur de la condition* contenue à l'article 4, paragraphe 2 en identifiant *les fonctions fondamentales relatives à l'activité de tenue d'un compte*. En d'autres termes, le principe qui sous-tend la liste blanche est que les fonctions qui peuvent raisonnablement être considérées comme *directement* liées à la tenue de comptes de titres devraient être incluses, mais que les fonctions générales couvrant toutes les activités de l'intermédiaire ou une partie importante de celles-ci, y compris des activités qui n'ont rien à voir avec la tenue de comptes de titres, ne devraient pas l'être. Cela résulte du fait que leur inclusion tendrait à diluer l'efficacité du critère de réalité, et pourrait même exacerber une préoccupation selon laquelle la liste blanche permettra aux conservateurs multinationaux d'affecter de manière arbitraire les comptes de titres au ressort qu'ils choisiront, et notamment au siège social du conservateur lorsque des fonctions générales administratives y sont réalisées. La liste blanche reproduite ci-dessus est fondée sur l'avis exprimé par la majorité du sous-groupe de travail.

La liste proposée devrait-elle être élargie ?

D'autre part, en vue d'assurer la pleine transparence du processus informel de travail, le Bureau Permanent souhaite souligner que certains des experts impliqués dans la discussion concernant la liste blanche étaient d'avis que la liste proposée ci-dessus est trop étroite et restrictive, et que divers éléments, que ces experts considèrent également comme appartenant aux fonctions fondamentales relatives à l'activité de tenue d'un compte, devraient être ajoutés. Ces experts ont recommandé que la liste blanche comprenne les éléments suivants (le chapeau serait identique à celui du texte proposé ci-dessus) :

(a) les inscriptions en comptes de titres sont gérées, suivies ou traitées par l'intermédiaire de cet établissement ;

(b) une ou plusieurs fonctions sont réalisées dans cet établissement relativement aux services, au fonctionnement ou au suivi de comptes de titres, ou aux services relatifs aux biens figurant en comptes de titres ;

(c) les services administratifs aux titulaires de comptes relatifs aux comptes de titres sont fournis dans cet établissement ;

(d) les fonctions juridiques, réglementaires, d'audit, de suivi de position ou d'assistance au titulaire de compte par l'intermédiaire pertinent sont réalisées dans cet établissement ; ou

(e) il existe un numéro de compte, code bancaire ou autre moyen d'identification unique identifiant cet établissement comme tenant des comptes de titres dans cet établissement.

Si les activités susvisées sont concluantes pour les besoins de la présente Convention, elles ne sont pas exclusives et d'autres activités de l'intermédiaire pertinent peuvent démontrer l'observation de la Convention.

Les commentaires qui suivent sont destinés à expliquer les objectifs sous-tendant le texte proposé par le Bureau Permanent. De même, il sera présenté une tentative de justification de l'exclusion de certains des éléments figurant dans la liste élargie.

Alinéa (a)

Cet alinéa vise les débits et crédits traditionnels en comptes de titres et le suivi de ces inscriptions comptables. Dans la version proposée par le Bureau Permanent, la liste ne vise que *la réalisation, la gestion et le suivi* des inscriptions en comptes de titres et leur mise à jour.

La version élargie, par contre, inclut comme élément supplémentaire possible *le traitement* des inscriptions dans les comptes de titres. Le Bureau Permanent a préféré ne pas conserver ce critère, car il pourrait ouvrir la porte à de simples fonctions informatiques que les sceptiques pourraient ne pas accepter comme suffisamment importantes ou reliées d'une manière suffisamment proche à la tenue de comptes de titres, et qui historiquement ont figuré en liste noire. Par conséquent, le Bureau Permanent ne les a pas incluses dans la liste blanche.

Alinéa (b)

Cet alinéa vise les services accessoires aux opérations de débit et de crédit en comptes de titres mais qui néanmoins semblent suffisamment caractéristiques pour servir de moyen de vérification crédible.

La liste élargie vise « les services, le fonctionnement ou le suivi des comptes de titres, ou les services relatifs aux biens figurant en comptes de titres ». Tout d'abord, la relation entre cette formulation et l'alinéa (a) n'est pas entièrement claire et peut donner lieu à des chevauchements ou

APPENDIX I

SUGGESTION FOR A REVISED ARTICLE 4 *BIS* ("WHITE LIST")

Submitted by the Permanent Bureau, based on the results of the work conducted by the sub-working group established by the Drafting Committee and on the comments received from the Drafting Committee members (see footnote to Article 4 bis in the main document)

Article 4 bis

For the purposes of this Convention, but not by way of limitation, an office of an intermediary is engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts if any one or more of the following activities regularly occurs:

(a) the making and updating of entries to securities accounts are managed or monitored at such office;

(b) the management and administration of dividend, interest and redemption payments, corporate events and other items relating to securities held with the intermediary are performed at such office;

(c) account holder support functions of the intermediary relating to securities accounts occur at such office;] or

(d) a single account number, bank code, or other means of identification exits that identifies such office as maintaining securities accounts at such office.

COMMENTS

Introduction: the purpose of the white list

Article 4 *bis* needs to be assessed against the background of the core provision of the Convention, *i.e.*, Article 4(2). According to this latter provision, the account holder and the relevant intermediary can agree on the location of the relevant intermediary by selecting a State "in which the securities account is maintained, provided that [. . .] the relevant intermediary has an office within that State engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts". The purpose of the "white list" suggested above is to *clarify the content of the proviso* to Article 4(2) by identifying the *core functions relating to the activity of maintaining an account.* In other words, the principle behind the white list is that functions that can reasonably be regarded as *directly* related to the maintenance of securities accounts should be included, but functions which are general overhead functions covering all or a substantial part of the intermediary's activities, including activities that have nothing to do with the maintenance of securities accounts, should not be included. This is because their inclusion will tend to dilute the efficacy of the reality test and indeed may tend to exacerbate a concern that the white list will enable multi-national custodians arbitrarily to allocate securities account to whatever jurisdiction they choose and in particular to the head office of the custodian where general overhead functions are carried out. The white list reproduced above is based on the view expressed by the majority of the sub-working group.

Should the suggested list be broadened?

On the other hand, with a view to ensure the full transparency of the informal working process, the Permanent Bureau would like to highlight that some of the experts involved in the discussion regarding the white list were of the opinion that the list suggested above is too narrow and restrictive and that a number of items, which these experts also regard to be part of the core functions relating to the activity of maintaining an account, should be added. These experts recommended that the white list should include the following items (the chapeau would be the same as in the text suggested above):

(a) entries to securities accounts are managed, monitored or processed through such office;

(b) one or more functions are performed at such office relating to the servicing, operation or monitoring of securities accounts or the servicing of assets in securities accounts;

(c) account holder administrative services relating to securities accounts are provided at such office;

(d) legal, regulatory, auditing, position monitoring, or account-holder-support functions of the intermediary relating to securities accounts occur at such office; or

(e) a single account number, bank code, or other means of identification exits that identifies such office as maintaining securities accounts at such office.

While the foregoing activities are conclusive for the purposes of this Convention, they are not exclusive and other activities of the relevant intermediary may demonstrate compliance with this Convention.

The following comments intend to explain the objectives underlying the text suggested by the Permanent Bureau. By the same token, an attempt will be made to justify why some of the items contained in the wider list have not been retained.

Sub-paragraph (a)

This sub-paragraph is directed at the traditional debits and credits in securities accounts and the monitoring of such book-entries. In its version suggested by the Permanent Bureau, the list merely refers to the *making, managing* and *monitoring* of entries in securities accounts and their updating.

The broader version, on the other hand, contains a reference to the *processing* of entries in securities accounts as an additional possible item. The Permanent Bureau preferred not to retain that criterion, as it might open the door to mere IT functions which sceptics might not accept as sufficiently important or satisfactorily closely related to the maintenance of securities accounts and which historically have been on the black list. Consequently, the Permanent Bureau has not included them in the white list.

Sub-paragraph (b)

This sub-paragraph focuses on those services which are ancillary to the debiting and crediting of securities accounts but which still appear to be specific enough to serve as a credible reality check.

The widened list refers to the "servicing, operation or monitoring of securities accounts or the servicing of assets in securities accounts". First, the relationship of this language with sub-paragraph (a) is not entirely clear and may create some overlaps or lead to undesirable results.

des résultats indésirables. Par exemple, si le « suivi » vise une fonction d'audit interne, ceci pourrait bien être une fonction générale effectuée aux sièges sociaux dans les entreprises centralisées, et ne devrait donc pas être considéré comme preuve suffisante pour le critère de réalité. Ensuite, la référence aux « titres en comptes de titres » implique un retour à une démarche de transparence (« *look-through* »), qui semble indésirable et contraire à la liste noire. Enfin, cette référence encouragerait également à considérer les fonctions relatives aux titres sous-jacents, ou droits portant sur des titres, détenus auprès d'un intermédiaire à un niveau supérieur, qui pourrait n'avoir aucun rapport direct avec des comptes de titres tenus dans des agences particulières. Par exemple, si une banque disposant d'agences à Londres et Paris détenait des titres sous-jacents auprès d'Euroclear, cela ferait entrer Bruxelles dans l'équation même si les comptes tenus pour les clients de Paris et de Londres n'ont aucun autre lien avec Bruxelles.

Alinéa (c) [alinéa (d) de la version élargie de la liste]

Cet alinéa figure entre crochets car la teneur précise de l'expression « fonctions d'assistance au titulaire de compte » ne semble pas suffisamment claire. Il n'est cependant pas à exclure que ceci ouvre la porte à l'inclusion de bureaux de représentation, ce que tous les experts sont convenus de rejeter.

L'alinéa (d) de la version élargie vise également les fonctions « juridiques », « réglementaires » et « d'audit ». Ces fonctions n'ont pas été conservées dans la proposition présentée par le Bureau Permanent car dans les entreprises centralisées, ce sont des fonctions potentiellement générales effectuées au siège social. En outre, cette version élargie vise également le suivi de positions. Cette fonction non plus n'a pas été conservée dans la proposition du Bureau Permanent pour deux raisons. D'abord, si ce qui est visé est le suivi des débits et crédits portés au compte de titres, alors cela relèverait de l'alinéa (a). Si, en revanche, la proposition a pour objet d'étendre la surveillance des positions par le service du crédit de l'entreprise, cela serait alors une fonction centralisée, normalement exercée au siège social plutôt qu'au lieu où sont gérés les comptes de titres.

Alinéa (d)

Le dernier alinéa figure sous la même forme au Doc. prél. No 8. Le Bureau Permanent souhaite cependant encourager les Etats membres et observateurs à commenter cet alinéa en particulier, car il permet une démarche quelque peu arbitraire de la part de l'intermédiaire dont le système de code ou de numérotation de compte pourrait désigner un établissement qui n'est pas en réalité impliqué dans l'activité réelle de tenue de comptes de titres.

Eléments supplémentaires figurant dans la version élargie de la liste : « services administratifs » et « règle de *safe harbour* »

Deux propositions supplémentaires figurant dans la liste élargie n'ont pas été adoptées dans la liste blanche présentée par le Bureau Permanent.

La première est que la liste blanche devrait comporter un alinéa visant « les services administratifs aux titulaires de comptes relatifs aux comptes de titres » (alinéa (c) de la version élargie). Cette formulation semble bien trop large et imprécise pour servir de démonstration suffisante du critère de réalité.

La second concerne l'inclusion d'une règle de « *safe harbour* » (voir le dernier paragraphe de la version élargie). Le Bureau Permanent n'est pas convaincu qu'une telle disposition soit nécessaire, voire appropriée, dans une Convention de la Haye. D'abord, si la formulation proposée a pour objet de tenir ouverte la liste blanche, cela est déjà réalisé par le terme « notamment » figurant au chapeau du premier paragraphe. Ensuite, si la formulation proposée a en outre pour objet de s'imposer au juge, une formulation supplémentaire d'explicitation serait probablement nécessaire, mais, en tout état de cause, une telle règle semble problématique pour diverses raisons. La plus importante est qu'elle semble s'immiscer dans le droit procédural des Etats adhérant à la Convention, et dicterait aux juges ce qui serait ou non concluant. Dans l'ensemble, une telle proposition a le potentiel de neutraliser complètement le critère de réalité et de permettre aux parties de choisir tout lieu où l'intermédiaire dispose d'un établissement parce qu'aucun juge ne serait en mesure de contester une affirmation selon laquelle il a été satisfait à l'un des alinéas de la liste blanche.

Avant-projet d'avril 2002

For example, if 'monitoring' refers to an internal audit function then this may well be an overhead function handled by head offices in centralised organisations and therefore should not be regarded as an appropriate substantiation of the realty test. Secondly, the reference to "securities in securities accounts" implies a reversion to a look-through approach, which seems undesirable and in conflict with the black list. Thirdly, this reference would also encourage people to look at functions relating to the underlying securities, or interests in securities, held with a higher tier intermediary, which might have no direct connection with securities accounts maintained at particular branches. For example, if a bank with branches in London and Paris held underlying securities in Euroclear, this would bring Brussels into the equation even if accounts maintained for London and Paris customers had no other connection with Brussels.

Sub-paragraph (c) [sub-paragraph (d) of the broader version of the list]

This sub-paragraph appears in brackets as the precise content of the expression "account holder support functions" does not seem to be clear enough. In particular, one might not exclude that this opens the door to representative offices being included, which all experts have agreed should not be the case.

Sub-paragraph (d) of the broader version also refers to "legal", "regulatory" and "audit" functions. These functions have not been retained in the proposal submitted by the Permanent Bureau as in centralised organisations they are potentially overhead functions. In addition, this broader version also refers to position monitoring. This function also has not been retained in the Permanent Bureau's proposal for two reasons. First, if what is referred to is the monitoring of debits and credits to the securities account, then it would fall under sub-paragraph (a). If, on the other hand, the proposal is intended to extend to oversight of positions by the institution's credit department, then this would be a centralised function, usually carried out at the head office rather than at the place where the securities accounts are managed.

Sub-paragraph (d)

The final sub-paragraph is in the same form as in Prel. Doc. No 8. However, the Permanent Bureau would encourage Member States and observers to comment specifically on this subparagraph, since it offers scope for a somewhat arbitrary approach by the intermediary whose account numbering or code system may designate an office that is in reality not engaged in the actual activity of maintaining securities accounts.

Additional elements contained in the broader version of the list: "administrative services" and "safe harbour rule".

Two additional suggestions appearing in the broader list have not been adopted in the white list submitted by the Permanent Bureau.

The first is that the white list should include a sub-paragraph referring to "account holder administrative services relating to securities accounts" (sub-paragraph (c) of the broader version). This language appears to be far too broad and vague to serve as an appropriate substantiation of the reality check.

The second relates to the inclusion of a "safe harbour rule" (see last paragraph of the broader version). The Permanent Bureau is not convinced that such a provision is necessary or indeed appropriate in a Hague Convention. First, if the suggested language is intended to keep the white list open, this is already taken care of by the words "but not by way of limitation" appearing in the chapeau of the first paragraph. Secondly, if the suggested language is also intended to bind the judge, additional clarifying language would probably be needed but in any case, such a rule appears to be problematic for various reasons. Most importantly, it appears to intrude into the procedural law of States becoming a Party to the Convention and would dictate to judges what shall and shall not be conclusive. Overall, such a provision has the potential to completely neutralise the reality check and enable parties to choose any place where the intermediary has an office because no judge would be in a position to question an assertion that one of the sub-paragraphs of the white list has been satisfied.

Preliminary draft April 2002

Note explicative portant sur l'article 9 de l'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (« avant-projet d'avril 2002 » figurant dans le Document préliminaire No 10)

SOUMISE PAR LE BUREAU PERMANENT*

Document préliminaire No 11 d'avril 2002

INTRODUCTION : LES APPROCHES ENVISAGEABLES

1. Les difficultés de rédaction concernant la clause d'interprétation relative aux Etats à plusieurs unités (art. 9) résultent de la grande complexité et du nombre de questions que la disposition doit traiter. Notamment, la disposition doit envisager les permutations possibles des deux branches de l'article 4, paragraphe 2 (c'est-à-dire la désignation de l'Etat où le compte est maintenu et la condition (critère de réalité)). Les permutations possibles sont les suivantes :

(i) « Etat » signifie la même unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités dans les deux branches (permutation 1) ;

(ii) « Etat » signifie une unité territoriale particulière dans la désignation, mais l'Etat à plusieurs unités lui-même dans le critère de réalité (permutation 2) ;

(iii) « Etat » signifie l'Etat à plusieurs unités lui-même dans les deux branches (permutation 3) ;

(iv) « Etat » signifie l'Etat à plusieurs unités dans la désignation mais une unité territoriale dans le « critère de réalité » (permutation 4).

2. Sous l'empire de la permutation 1, les parties (le titulaire du compte et l'intermédiaire pertinent) ne pourraient désigner qu'une unité territoriale particulière dans laquelle l'intermédiaire dispose d'un établissement. Cependant, en vue d'atténuer une démarche aussi limitative, un mécanisme déclaratif pourrait être ajouté, permettant à un Etat ratifiant de déclarer que la condition de l'article 4, paragraphe 2 est remplie si l'intermédiaire pertinent dispose d'un établissement en un lieu quelconque de cet Etat (c'est-à-dire dans une unité territoriale différente de celle désignée par les parties ; cela produirait le même résultat que le principe de la permutation 2, voir ci-dessous).

3. Sous l'empire de la permutation 2, le principe serait que la désignation peut se faire au bénéfice d'une unité territoriale dans laquelle l'intermédiaire pertinent n'a pas d'établissement, à condition qu'il dispose d'un établissement en un lieu quelconque de l'Etat à plusieurs unités (c'est-à-dire dans une quelconque autre unité territoriale). Cependant, en vue de limiter quelque peu une démarche aussi souple, un mécanisme déclaratif pourrait être ajouté, permettant à un Etat ratifiant de déclarer que la condition de l'article 4, paragraphe 2 n'est remplie que si l'intermédiaire pertinent dispose d'un établissement dans l'unité territoriale désignée par les parties (cela produirait le même résultat qu'en application du principe de la permutation 1, voir ci-dessus).

4. La permutation 3 suppose d'emblée que l'Etat à plusieurs unités dispose de règles de conflit internes[1] fixant laquelle de ses unités territoriales doit être en définitive considérée comme celle qui est pertinente pour la désignation des parties. A l'instar de la permutation 2, le principe serait que l'intermédiaire pertinent n'est pas tenu d'avoir un établissement dans l'unité territoriale désignée par les règles de conflit internes de l'Etat à plusieurs unités. Cependant, un mécanisme déclaratif pourrait être ajouté, par lequel un Etat ratifiant pourrait déclarer que la condition de l'article 4, paragraphe 2 n'est remplie que si l'intermédiaire pertinent dispose d'un établissement dans l'unité territoriale désignée par les parties. Il faut ajouter que si l'Etat à plusieurs unités ne dispose pas de règles internes de conflit de lois, ou a des règles qui ne produisent pas de résultat clair, la permutation 3 ne marche pas, car le droit matériel applicable ne pourrait pas être déterminé[2]. On peut donc envisager de ne mettre la permutation 3 à disposition que si l'Etat à plusieurs unités a fait une déclaration selon laquelle ses règles internes de conflit de lois doivent être appliquées, et que cette déclaration comporte ou est accompagnée d'une déclaration identifiant les règles internes de conflit en cause, et en décrivant les termes et effets d'une manière raisonnablement détaillée.

5. A l'instar de la permutation 3, la permutation 4 ne peut fonctionner que si l'Etat à plusieurs unités dispose de règles de conflit internes déterminant laquelle de ses unités territoriales doit être en définitive considérée comme pertinente pour la désignation des parties. La difficulté supplémentaire de la permutation 4 est cependant que ces règles internes devraient indiquer une unité territoriale dans laquelle l'intermédiaire dispose d'un établissement. Il est fort douteux qu'une telle démarche puisse créer une certitude *ex ante* suffisante. La permutation 4 n'est donc pas envisagée dans la suite de la présente Note.

LA COMMISSION SPÉCIALE DE JANVIER 2002

6. Au cours de la réunion de la Commission spéciale de janvier 2002, la clause d'interprétation de « l'Etat à plusieurs unités » (art. 9) a été débattue en détail. Les résultats de ces débats peuvent être résumés comme suit[3] :

7. Il y avait un large consensus parmi les experts sur le fait que si les parties ont désigné une unité territoriale particulière, cette désignation devrait être considérée comme indiquant cette unité territoriale en particulier et non pas simplement l'Etat à plusieurs unités dans son ensemble. En d'autres termes, le principe devrait être que dans le contexte d'un Etat à plusieurs unités, l'expression « Etat » dans la première branche de l'article 4, paragraphe 2 signifie une unité territoriale et non l'Etat à plusieurs unités lui-même (la désignation « ne s'arrête pas à la frontière » d'un Etat à plusieurs unités). L'argument principal avancé en faveur de cette démarche est que l'examen à la fois de l'existence et de la teneur des règles de conflit

* La présente Note explicative est basée sur un Mémoire préparé par Christophe Bernasconi, Guy Morton et Richard Potok, et qui a été présenté au Comité de Rédaction et débattu par celui-ci lors de sa réunion de mars 2002 à Francfort. Le Mémoire a donné lieu à l'ajout des nouvelles dispositions dans l'art. 9 du Doc. prél. No 10.

[1] L'expression « règles de conflit internes » vise des dispositions régissant le choix entre les lois des diverses unités territoriales d'un Etat à plusieurs unités, ou entre les lois de ces unités territoriales et celles de l'Etat à plusieurs unités.

[2] Par exemple, un contrat indiquant simplement que le compte serait tenu au « Royaume-Uni » ne produirait pas de résultat clair, car il donnerait lieu à l'application des règles actuelles de droit coutumier, dont la Convention est censée résoudre l'incertitude, pour décider si le droit de l'Angleterre, de l'Ecosse ou de l'Irlande du Nord doit s'appliquer.

[3] Voir le résumé de la présidence dans le Procès-verbal No 8.

Explanatory Note on Article 9 of the preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary, ("April 2002 preliminary draft" contained in Preliminary Document No 10)

SUBMITTED BY THE PERMANENT BUREAU*

Preliminary Document No 11 of April 2002

INTRODUCTION: POSSIBLE APPROACHES

1. The drafting difficulties of the "Multi-unit State" interpretation clause (Art. 9) stem from the great complexity and number of issues which the provision needs to address. In particular, the provision has to consider the possible permutations of the two limbs of Article 4(2) (*i.e.*, the designation of the State where the account is maintained and the proviso (reality test)). The possible permutations are as follows:

(i) "State" means the same territorial unit of a Multi-unit State in both limbs (Permutation 1);

(ii) "State" means a particular territorial unit in the designation, but the "Multi-unit State" itself in the reality test (Permutation 2);

(iii) "State" means the Multi-unit State itself in both limbs (Permutation 3);

(iv) "State" means the Multi-unit State in the designation but a territorial unit in the "reality test" (Permutation 4).

2. Under Permutation 1, the parties (*i.e.*, the account holder and the relevant intermediary) could only designate a particular territorial unit in which the intermediary has an office; however, with a view to alleviate such a restrictive approach, a declaration mechanism could be added, permitting a ratifying State to declare that the proviso of Article 4(2) is fulfilled if the relevant intermediary has an office anywhere in that State (*i.e.*, in a different territorial unit than the one designated by the parties; this would lead to the same result as under the principle of Permutation 2, see below).

3. Under Permutation 2, the principle would be that the designation can be in favour of a territorial unit in which the relevant intermediary has no office, provided it has an office anywhere within the Multi-unit State (*i.e.*, in any other territorial unit). However, with a view to somewhat limiting such a flexible approach, a declaration mechanism could be added, permitting a ratifying State to declare that the proviso of Article 4(2) is only fulfilled if the relevant intermediary has an office in the territorial unit designated by the parties (this would lead to the same result as under the principle of Permutation 1, see above).

4. Permutation 3 requires at the outset that the Multi-unit State has internal conflict rules[1] determining which of its territorial units is eventually to be regarded as the relevant one for the parties' designation. Similar to Permutation 2, the principle would be that the relevant intermediary does not need to have an office within the territorial unit designated by the internal conflict rules of the Multi-unit State; however, a declaration mechanism could be added, by which a ratifying State could declare that the proviso of Article 4(2) is only fulfilled if the relevant intermediary has an office in the territorial unit designated by the parties. One has to add that if the Multi-unit State has no internal conflict rules or rules which do not lead to a clear result, Permutation 3 does not work, since the applicable substantive law could not be determined.[2] Therefore, one may consider making Permutation 3 available only if the Multi-unit State has made a declaration according to which its internal conflicts rule have to be applied and this declaration contains or is accompanied by a statement identifying the internal conflict rules in question and describing their terms and effect in reasonable detail.

5. Similar to Permutation 3, Permutation 4 could only work if the Multi-unit State has internal conflict rules determining which of its territorial units is eventually to be regarded as the relevant one for the parties' designation. The additional difficulty with Permutation 4, however, is that these internal rules would have to point to a territorial unit in which the intermediary has an office. It is very doubtful whether such an approach could lead to sufficient *ex ante* certainty. Permutation 4 is therefore not considered any further in this Note.

THE JANUARY 2002 SPECIAL COMMISSION

6. During the Special Commission meeting in January 2002, the "Multi-unit State" interpretation clause (Art. 9) was discussed at length. The results of this discussion can be summarised as follows:[3]

7. There was large consensus among the experts that if the parties have designated a particular territorial unit, this designation should be considered as pointing to this particular territorial unit and not merely leading to the Multi-unit State as a whole. In other words, the principle should be that in the context of a Multi-unit State, the expression "State" in the first limb of Article 4(2) means a territorial unit and not the Multi-unit State itself (the designation does not "stop at the border" of the Multi-unit State). The main argument advanced in favour of this approach was that the examination of both the existence and the content of a Multi-unit State's internal conflict rules could be the

* This Explanatory Note is based on a Memorandum prepared by Christophe Bernasconi, Guy Morton and Richard Potok, and which was submitted to and discussed by the Drafting Committee at its meeting in March 2002 in Frankfurt. The Memorandum led to the insertion of the new language of Art. 9 in Prel. Doc. No 10.

[1] The expression "internal conflict rules" refers to rules governing choices between the laws of the various territorial units of a Multi-unit State, or between the laws of such territorial units and those of the Multi-unit State.

[2] For example, an agreement stating merely that the account would be maintained within "the United Kingdom" would not produce a clear result, since it would lead to the application of the current common law rules, the uncertainty of which the adoption of the Convention is designed to cure, in deciding whether the law of England, Scotland or Northern Ireland should apply.

[3] See the summary of the Chair in the Minutes No 8.

internes d'un Etat à plusieurs unités pourrait entraîner de graves difficultés pour les praticiens étrangers, voire pour toute personne étrangère appliquant la Convention.

8. La majorité des experts a également insisté sur le fait que la condition de la seconde branche de l'article 4, paragraphe 2 devrait être considérée comme remplie si l'intermédiaire pertinent dispose d'un établissement en un lieu quelconque de l'Etat à plusieurs unités (c'est-à-dire pas nécessairement dans l'unité territoriale désignée par les parties). Un consensus s'est également formé sur le point selon lequel un Etat ratifiant devrait cependant disposer de la possibilité de déclarer que la condition n'est remplie que si l'intermédiaire pertinent a un établissement dans l'unité territoriale désignée par les parties[4].

9. En outre, une large majorité s'est dégagée sur le fait qu'un Etat à plusieurs unités devrait avoir la possibilité de conserver (par voie d'une autre déclaration) l'application des règles internes de conflit de lois applicables dans l'unité territoriale désignée. Il a été souligné cependant que si une telle possibilité devait être adoptée, il serait nécessaire d'assurer l'information concernant l'applicabilité des règles internes de conflit. Il a été souligné également qu'une telle déclaration ne pourrait pas modifier les attentes des parties et ne devrait donc avoir aucun effet rétroactif[5].

10. Dans l'ensemble, la discussion tenue lors de la réunion de la Commission spéciale a révélé que les experts préféraient clairement une clause d'interprétation pour les Etats à plusieurs unités fondée sur la permutation 2.

LE PROJET ADOPTÉ PAR LA COMMISSION SPÉCIALE (DOC. PRÉL. NO 8)

11. A la lumière de ces discussions, le Comité de rédaction a proposé la version suivante de l'article 9 :

Article 9 Détermination de la loi applicable dans un Etat comprenant plusieurs systèmes de droit

(1) Dans la présente Convention, l'expression « Etat à plusieurs unités » vise un Etat dans lequel deux ou plusieurs unités territoriales de cet Etat ou cet Etat et une ou plusieurs de ses unités territoriales ont leurs propres règles de droit se rapportant aux questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier.

(2) Lorsque, en application de l'article 4, paragraphe 2, le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu que le compte de titres est tenu dans un Etat à plusieurs unités et l'intermédiaire pertinent a un établissement dans un lieu quelconque dans cet Etat exerçant à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de compte de titres, la loi applicable aux questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier, est déterminée comme suit :

(a) Si le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu que le compte de titres est maintenu dans une unité territoriale spécifique de cet Etat, la loi applicable est la loi de cette unité territoriale ;

(b) si le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont désigné un Etat à plusieurs unités mais n'ont pas déterminé une unité territoriale spécifique de cet Etat, la loi applicable est déterminée par les règles de conflit de lois de cet Etat, ou, à défaut de telles règles, par la loi déterminée par l'article 4, paragraphe 4, et le paragraphe 6, lettre (b) du présent article.

(3) Un Etat à plusieurs unités pourra, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, déclarer que le paragraphe 2, lettre (a), s'applique uniquement si la loi applicable est la loi d'une unité territoriale dans laquelle l'intermédiaire pertinent a un établissement exerçant une activité habituelle de tenue de comptes.

(4) Un Etat à plusieurs unités pourra, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, déclarer que si en vertu du paragraphe 2, lettre (a), la loi applicable est la loi d'une unité territoriale, les règles de conflit de lois en vigueur dans cette unité territoriale déterminent si les règles de droit matériel de cette unité territoriale, d'une autre unité territoriale de cet Etat, ou de cet Etat s'appliquent. Une telle déclaration ne peut avoir aucun effet sur un transfert rendu opposable avant que la déclaration ne devienne effective.

[(5) Une déclaration faite en vertu du paragraphe 4 [peut] [doit] être accompagnée par des informations relatives au contenu des règles de conflit de lois de cet Etat et de celles de ses unités territoriales. Le Bureau Permanent rend cette information accessible aux personnes intéressées par des moyens appropriés.]

(6) Dans le cas d'un Etat à plusieurs unités :

(a) les références dans l'article 4, paragraphe 4, à l'Etat dont la loi régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent ou dans lequel il exerce son activité ou, en l'absence d'un lieu unique, dans lequel est situé son principal lieu d'activité, visent l'unité territoriale dont la loi régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent ou dans laquelle il exerce son activité ou dans laquelle est situé son principal lieu d'activité ;

(b) si l'intermédiaire pertinent est constitué ou organisé en vertu des lois de l'Etat à plusieurs unités, mais en vertu d'aucune des lois d'une unité territoriale, les références dans l'article 4, paragraphe 4, à l'Etat dont la loi régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent visent l'unité territoriale dans laquelle il exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, l'Etat dans lequel est situé son principal lieu d'activité.

OBSERVATIONS SUR LE PROJET FIGURANT DANS LE DOCUMENT PRÉLIMINAIRE NO 8 ET MODIFICATIONS PROPOSÉES

12. Lors de la séance plénière de la Commission spéciale réunie en janvier 2002, il a été proposé d'abréger et de simplifier le projet d'article 9 si possible. La présente Note cherche donc à présenter une rédaction alternative. Dès l'abord, il convient cependant de souligner une fois de plus que les difficultés intrinsèques concernant l'article 9 résultent de la gamme de complexité des questions que la disposition doit couvrir.

13. En vue d'abréger l'article, on peut proposer de déplacer la définition de « l'Etat à plusieurs unités » vers l'article 1, qui comporte déjà une liste de définitions des termes-clés utilisés dans la Convention.

[4] Une seule délégation a noté qu'elle préférerait le système inverse fondé sur la permutation 1 : le principe devrait être que la condition n'est remplie que si l'intermédiaire pertinent a un établissement dans l'unité territoriale désignée, un Etat à plusieurs unités ratifiant disposant de la possibilité de déclarer que la condition de l'article 4, paragraphe 2 est remplie si l'intermédiaire pertinent dispose d'un établissement en un lieu quelconque de cet Etat.

[5] Par exemple, si l'article 4, paragraphe 2 s'applique du fait d'un contrat indiquant la Colombie Britannique, et que le Canada n'est pas encore Partie à la Convention, une déclaration ultérieure du Gouvernement canadien de ce que les règles internes de conflit doivent être appliquées ne pourrait pas donner lieu à l'application rétroactive des dispositions matérielles de l'Ontario.

source of severe difficulties for foreign practitioners and indeed any foreign person applying the Convention.

8. The majority of experts also stressed that the proviso in the second limb of Article 4(2) should be considered fulfilled if the relevant intermediary has an office anywhere in the Multi-unit State (*i.e.*, not necessarily in the territorial unit designated by the parties). There was also consensus that a ratifying State should, however, have the option to declare that the proviso is only fulfilled if the relevant intermediary has an office in the territorial unit designated by the parties.[4]

9. Furthermore, there was a large majority that a Multi-unit State should have the option to preserve (by way of another declaration) the application of the internal conflict rules applicable in the territorial unit designated. However, it was emphasised that if such a possibility were to be adopted, it would be necessary to ensure information about the applicability of the internal conflict rules. Furthermore, it was also stressed that such a declaration could not change party expectations and therefore should have no retroactive effect.[5]

10. All in all, the discussion held at the Special Commission meeting revealed that the experts had a clear preference for a Multi-unit State interpretation clause based on Permutation 2.

THE DRAFT ADOPTED BY THE SPECIAL COMMISSION (PREL. DOC. NO 8)

11. In light of these discussions, the Drafting Committee suggested the following draft of Article 9:

Article 9 Determination of applicable law in States with more than one legal system

(1) In this Convention, "Multi-unit State" means a State within which two or more territorial units of that State, or both the State and one or more of its territorial units, have their own rules of law in respect of any of the issues specified in Article 2(1).

(2) Where, under Article 4(2), the account holder and the relevant intermediary have agreed that the securities account will be maintained in a Multi-unit State and the relevant intermediary has an office anywhere within that Multi-unit State engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts, the law applicable to the issues specified in Article 2(1) shall be determined as follows –

(a) if the account holder and the relevant intermediary have agreed that the securities account will be maintained within a particular territorial unit of that Multi-unit State, the applicable law is the law of that territorial unit.

(b) if the account holder and the relevant intermediary have specified a Multi-unit State but not a particular territorial unit of that Multi-unit State, the applicable law shall be determined by the choice of law rules of that Multi-unit State or, if none, by the law of the State determined by Article 4(4) and paragraph 6(b) of this Article.

(3) A Multi-unit State may declare at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession that paragraph 2(a) applies only if the applicable law is the law of a territorial unit within which the relevant intermediary has an office engaged in a regular activity of maintaining securities accounts.

(4) A Multi-unit State may declare at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession that if pursuant to paragraph 2(a) the applicable law is the law of a territorial unit, the choice of law rules in force in that territorial unit shall determine whether the substantive rules of law of that territorial unit, of another territorial unit of that Multi-unit State, or of that Multi-unit State apply. Such a declaration shall have no effect on dispositions perfected before that declaration becomes effective.

[(5) A declaration according to paragraph 4 [may] [shall] be accompanied by information concerning the content of the choice of law rules of that Multi-unit State and of its territorial units. The Permanent Bureau shall then make that information available to interested parties by appropriate means.]

(6) In relation to a Multi-unit State –

(a) the references in Article 4(4), to the State under whose law the relevant intermediary is incorporated or organised or in which it has its place of business or principal place of business are references to the territorial unit under whose law the relevant intermediary is incorporated or organised or in which it has its place of business or principal place of business;

(b) if the relevant intermediary is incorporated or organised under the laws of the Multi-unit State and not those of any of the territorial units, the reference in Article 4(4) to the State under whose law it is incorporated or organised shall be treated as a reference to the territorial unit in which is situated its place of business or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business.

COMMENTS ON THE DRAFT CONTAINED IN PRELIMINARY DOCUMENT NO 8 AND PROPOSED CHANGES

12. In the plenary session of the Special Commission meeting in January 2002, there have been suggestions that the draft of Article 9 should be shortened and simplified if possible. This Note therefore tries to come up with an alternative draft. At the outset, however, one has to stress once more that the intrinsic difficulties relating to Article 9 stem from the range of complexity of the points which the provision needs to cover.

13. With a view to shorten the Article, one may suggest moving the definition of "Multi-unit State" to Article 1, which already contains a list of definitions of the key expressions used in the Convention.

[4] Only one delegation noted that it would prefer the opposite system based on Permutation 1: the principle should be that the proviso is only fulfilled if the relevant intermediary has an office in the territorial unit designated, with a ratifying Multi-unit State having the possibility to declare that the proviso of Art. 4(2) is fulfilled if the relevant intermediary has an office anywhere in that State.

[5] For instance, if as a result of an agreement pointing to British Colombia Art. 4(2) applies, and Canada were not yet party to the Convention, a subsequent declaration of the Canadian Government that internal conflict rules are to be applied could not lead to the retroactive application of the substantive rules of Ontario.

14. Une clause explicite sur le mode d'application de la Convention en relation avec un Etat à plusieurs unités ne semble nécessaire qu'à l'égard de l'article 4, car c'est la seule disposition dans laquelle le terme « Etat » fait partie d'un véritable facteur de rattachement au sens technique du droit international privé. De ce fait, la clause d'interprétation pour un « Etat à plusieurs unités » peut être ajustée à l'article 4 sans devoir tenir compte d'autres dispositions de la Convention. Les autres dispositions semblent effectivement ne pas soulever de problèmes et être explicites à cet égard. En particulier, il est évident que la référence à l'article 3 à un choix entre les lois de différents Etats inclut un choix entre les lois d'une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités et les lois d'un autre Etat (y compris bien entendu les lois d'une unité territoriale d'un autre Etat à plusieurs unités[6]). De même, il ne fait aucun doute que la référence aux articles 5 et 17 *bis* à la loi de l'Etat de l'intermédiaire pertinent inclut la loi d'une unité territoriale de cet Etat. Enfin, la référence à l'article 6 aux Etats contractants inclut toute unité territoriale d'un Etat contractant.

15. Il faut que la disposition traite la situation dans laquelle les parties (éventuellement par inadvertance) désignent un Etat à plusieurs unités sans indiquer une unité territoriale de celui-ci en particulier.

16. Dans la rédaction de l'article 9 contenue dans le Document préliminaire No 8, la faculté d'appliquer les règles de conflit internes n'existe que si la loi de l'Etat à plusieurs unités est la loi applicable en vertu de l'article 4, paragraphe 2, mais pas lorsqu'elle résulte de l'article 4, paragraphe 4. Ceci devra être corrigé.

NOUVELLE RÉDACTION PROPOSÉE

17. A la lumière des observations qui précèdent, la nouvelle rédaction suivante est proposée pour l'article 9 :

Article 9 Détermination de la loi applicable en relation avec un Etat à plusieurs unités[7]

(1) En relation avec un Etat à plusieurs unités, l'article 4, paragraphe 2 s'applique comme suit :

(a) Si le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu que le compte de titres sera maintenu dans une unité territoriale spécifique de cet Etat à plusieurs unités, ou dans un lieu déterminé situé dans une unité territoriale de cet Etat,

(i) la référence dans l'article 4, paragraphe 2 à l'État convenu vise cette unité territoriale ;

(ii) la référence à « cet Etat » dans la condition énoncée à l'article 4, paragraphe 2 vise l'Etat à plusieurs unités lui-même, à moins que cet Etat n'ait déclaré que de telles références, appliquées à cet Etat, visent une unité territoriale spécifique.

(b) Si le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu que le compte de titres sera maintenu dans un Etat à plusieurs unités (mais sans préciser un lieu ou une unité territoriale spécifique), les références à cet Etat dans l'article 4, paragraphe 2 visent l'Etat à plusieurs unités et la loi applicable est déterminée comme suit :

(i) si l'Etat à plusieurs unités a fait une déclaration en vertu du paragraphe 3, conformément aux règles de conflit internes mentionnées dans la déclaration, et

(ii) dans les autres cas, conformément à l'article 4, paragraphe 4.

(2) En relation avec un Etat à plusieurs unités, l'article 4, paragraphe 4 s'applique comme suit :

(a) les références à l'Etat dont la loi régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent ou dans lequel il exerce son activité ou, en l'absence d'un lieu unique, dans lequel est situé son principal lieu d'activité, visent l'unité territoriale dont la loi régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent ou dans laquelle il exerce son activité ou dans laquelle est situé son principal lieu d'activité ;

(b) si l'intermédiaire pertinent est constitué ou organisé en vertu des lois de l'Etat à plusieurs unités, mais en vertu d'aucune des lois d'une unité territoriale, les références à l'Etat dont la loi régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent visent l'unité territoriale dans laquelle il exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, l'Etat dans lequel est situé son principal lieu d'activité.

(3) Un Etat à plusieurs unités peut déclarer que :

(a) si le titulaire du compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu que le compte de titres est tenu dans un Etat à plusieurs unités, sans préciser un lieu ou une unité territoriale spécifique, les règles de conflit internes en vigueur dans l'Etat à plusieurs unités déterminent si ce sont les règles de droit matériel de l'Etat à plusieurs unités ou d'unité territoriale spécifique qui s'appliquent ;

(b) si, en application de l'article 4, paragraphe 2 ou 4, la loi applicable est celle d'une des unités territoriales mais que, en vertu des règles de conflit internes en vigueur dans cette unité territoriale, la loi applicable est celle d'une autre unité territoriale ou celle de l'Etat à plusieurs unités lui même, c'est la règle de droit matérielle de cette autre unité territoriale ou, le cas échéant, celle de l'Etat à plusieurs unités qui s'applique.

[(4) Toute déclaration faite en vertu du paragraphe 3 [peut] [doit] être accompagnée par des informations relatives au contenu des règles de conflit de lois de cet Etat et de celles de ses unités territoriales. Le Bureau Permanent rend cette information accessible aux personnes intéressées par des moyens appropriés.]

(5) Toute déclaration faite en vertu du paragraphe premier, lettre (a)(ii) ou en vertu du paragraphe 3, ne peut avoir aucun effet sur un transfert effectué avant que la déclaration ne devienne effective.

Exemples

Dans tous les exemples suivants, l'« Investisseur » est le titulaire du compte et la « Banque » est l'intermédiaire pertinent.

Exemple #1

L'« Investisseur » et la « Banque » sont convenus de ce que le compte de titres sera maintenu « à Montréal ». La « Banque » dispose d'établissements à Toronto et Calgary. Le Canada n'a fait aucune déclaration.

En vertu de l'article 9, les dispositions suivantes s'appliquent : la partie « accord » relève de la lettre 1(a)(i), la partie « condition » relève de la lettre 1(a)(ii). La loi applicable est la loi du Québec.

[6] Il convient de mentionner que les conflits entre les lois de deux ou plusieurs unités territoriales d'un seul et même Etat à plusieurs unités ne déclenchent pas l'applicabilité de la Convention en application de l'article 3. De tels conflits internes deviennent cependant cruciaux lorsque la véritable disposition de conflit de lois de la Convention (l'art. 4, para. 2) mène à un Etat à plusieurs unités. C'est précisément là la question traitée par l'art. 9.

[7] L'applicabilité de cette disposition aux organisations régionales d'intégration économique reste à examiner.

14. An explicit clause on how to apply the Convention in relation to a "Multi-unit State" seems necessary only with regard to Article 4, as this is the sole provision in which the expression "State" is part of a genuine connecting factor in the technical private international law sense. As a result, the "Multi-unit State" interpretation clause can be tailored for Article 4, without having to take into account other provisions of the Conventions. The other provisions appear indeed to be unproblematic and self-speaking in this regard. In particular, it is obvious that the reference in Article 3 to a choice between the laws of different States includes a choice between the laws of a territorial unit of a Multi-unit State and the laws of another State (including of course the laws of a territorial unit of another Multi-unit State).[6] Similarly, there is no doubt that the reference in Articles 5 and 17 *bis* to the law of the State of the relevant intermediary includes the law of a territorial unit of that State. Finally, the reference in Article 6 to Contracting States includes any territorial unit of a Contracting State.

15. The provision needs to address the situation where the parties (maybe inadvertently) designate a Multi-unit State without specifying any particular territorial unit of this Multi-unit State.

16. In the draft of Article 9 contained in Preliminary Document No 8, the option to apply internal conflict rules exists only where the Multi-unit State's law is the applicable law as a result of Article 4(2), but not where it is the result of Article 4(4). This needs to be corrected.

NEW DRAFT SUGGESTED

17. Against the background of the previous comments, the *following new draft* of Article 9 is suggested:

Article 9 Determination of applicable law for Multi-unit States[7]

(1) In relation to a Multi-unit State, Article 4(2) applies as follows:

(a) If the account holder and the relevant intermediary have agreed that the securities account is maintained within a specified territorial unit of that Multi-unit State, or at a specified place which is situated within a territorial unit of that Multi-unit State, then:

(i) the reference to the agreed State in Article 4(2) is to that territorial unit;

(ii) the reference to "that State" in the proviso to Article 4(2) is to the Multi-unit State itself, unless the Multi-unit State has declared that such reference, in its application to that Multi-Unit State, is to a particular territorial unit.

(b) If the account holder and the relevant intermediary have agreed that the securities account is maintained within the Multi-unit State (without specifying a particular place or a particular territorial unit), the references to that State in Article 4(2) are to the Multi-unit State and the applicable law shall be determined:

(i) if the Multi-unit State has made a declaration under paragraph 3, in accordance with the internal choice of law rules referred to in the declaration; and

(ii) otherwise, in accordance with Article 4(4).

(2) In relation to a Multi-unit State, Article 4(4) applies as follows:

(a) the references to the State under whose law the relevant intermediary is incorporated or organised or in which it has its place of business or principal place of business are references to the territorial unit under whose law the relevant intermediary is incorporated or organised or in which it has its place of business or principal place of business;

(b) if the relevant intermediary is incorporated or organised under the laws of the Multi-unit State and not those of any of the territorial units of that Multi-unit State, the reference to the State under whose law it is incorporated or organised shall be treated as a reference to the territorial unit in which is situated its place of business or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business.

(3) A Multi-unit State may declare that:

(a) if the account holder and the relevant intermediary have agreed that the securities account is maintained within the Multi-unit State, without specifying a particular place or a particular territorial unit, the internal choice of law rules in force in the Multi-unit State shall determine whether the substantive rules of law of the Multi-unit State or of a particular territorial unit shall apply;

(b) if, as a result either of Article 4(2) or Article 4(4), the applicable law would be the law of one of its territorial units, but under the internal choice of law rules in force in that territorial unit the applicable law would be that of another territorial unit or the Multi-unit State itself, then the substantive rules of law of that other territorial unit or (as the case may be) of the Multi-unit State itself shall apply.

[(4) Any declaration according to paragraph 3 [may] [shall] be accompanied by information concerning the content of the choice of law rules of that Multi-unit State and of its territorial units. The Permanent Bureau shall then make that information available to interested parties by appropriate means.]

(5) Any declaration under paragraph 1(a)(ii) or paragraph 3 shall have no effect on dispositions made before that declaration becomes effective.

Examples

In all the following examples, Investor is the account holder and Bank is the relevant intermediary.

Example #1

Investor and Bank have agreed that the securities account will be maintained "in Montreal". Bank has offices in Toronto and Calgary. Canada has not made any declarations.

Under Article 9, the following provisions apply: the "agreement" part falls under subparagraph 1(a)(i), the "proviso" part falls under sub-paragraph 1(a)(ii). The applicable law is the law of Quebec.

[6] It is worth mentioning that conflicts between the laws of two or more territorial units of one and the same Multi-unit State do not trigger the applicability of the Convention under Art. 3. Such internal conflicts, however, become critical when the genuine conflict of laws provision of the Convention (*i.e.*, Art. 4(2)) points to a Multi-unit State. This is precisely the question addressed in Art. 9.

[7] The applicability of this provision to Regional Economic Integration Organisations will need to be considered.

Exemple #2

Comme dans l'exemple #1, mais le Canada a fait une déclaration en application de l'article 9(i)(a)(ii). La condition en article 4, paragraphe 2 n'est donc pas remplie et la loi applicable doit être déterminée en vertu de l'article 4, paragraphe 4. Ceci signifie à son tour que dans le cadre de l'article 9, le paragraphe 2 est applicable. Si la « Banque » est constituée à Toronto, la loi de l'Ontario est applicable ; si la « Banque » est constituée ou organisée exclusivement « en vertu du droit du Canada », la loi de l'unité territoriale de situation de son établissement (principal) s'applique.

Commentaire : Quel est le résultat si la « Banque » est constituée à Londres (R-U) ? En ce cas, il semblerait que la réponse soit le droit anglais. Une déclaration en application de l'article 9(1)(a)(ii) pourrait donc avoir des effets imprévus. Il est vrai que jusqu'à présent, il a toujours été généralement entendu que l'article 9 ne peut pas donner lieu à un *renvoi*, c'est-à-dire à la désignation de la loi d'un autre Etat (y compris un autre Etat à plusieurs unités ou l'une de ses unités territoriales). On peut rappeler cependant que cette situation de fait ne donne pas lieu à l'application d'un renvoi *stricto sensu* (on n'applique pas en effet les règles de conflit de lois du Canada – laquelle, d'ailleurs : la loi de l'Ontario, de l'Alberta ou du Québec, ou éventuellement le droit fédéral canadien ?). L'application du droit anglais résulte plutôt de la règle générale de repli en article 4, paragraphe 4 et traduit la volonté d'un Etat déclarant (en l'occurrence le Canada dans cet exemple) de produire une application stricte de la condition en article 4, paragraphe 2.

Exemple #3

L'« Investisseur » et la « Banque » sont convenus de ce que le compte de titres sera maintenu « aux Etats-Unis ». la « Banque » a un établissement à New York. Les Etats-Unis n'ont pas fait de déclaration.

L'article 9(1)(b)(i) n'est pas applicable, les Etats-Unis n'ayant fait aucune déclaration. Selon l'article 9(1)(b)(ii), l'article 4, paragraphe 4 est applicable. Cette dernière disposition, combinée avec l'article 9, paragraphe 2, peut mener à l'application de la loi de New York mais uniquement si la « Banque » y est constituée. Dans l'alternative, elle peut mener à la loi anglaise si la « Banque » est constituée en Angleterre ; ceci résulterait de la règle générale de repli en article 4, paragraphe 4 (décrite dans le commentaire de l'exemple #2).

Exemple #4

L'« Investisseur » et la « Banque » sont convenus de ce que le compte de titres sera maintenu « aux Etats-Unis ». La « Banque » a un établissement à New York. Les Etats-Unis ont fait la déclaration en application de l'article 9(3)(a), mais pas de l'article 9(3)(b).

Les dispositions pertinentes de choix de loi des Etats-Unis s'appliquent, menant éventuellement à l'application de la loi de New York.

Exemple #5

L'« Investisseur » et la « Banque » sont convenus de ce que le compte de titres sera maintenu « au Canada ». Le Canada a fait les deux déclarations en application de l'article 9, paragraphe 3.

La solution dépend des règles de choix de loi canadiennes. Si, par exemple, ces règles désignent l'Ontario, les règles matérielles de l'Ontario s'appliquent.

Commentaire : qu'en est-il si les règles de choix de loi de l'Ontario indiquent le Québec ? La question soulevée par cette situation de fait n'a pas été expressément envisagée par le Comité de rédaction lors de sa réunion de Francfort. Sur le fondement de la rédaction nouvelle de l'article 9, paragraphe 3, la désignation en faveur de la loi du Québec ne peut pas être prise en compte : l'article 9, paragraphe 3 indique expressément que les règles de conflit internes en vigueur dans *l'Etat à plusieurs unités* déterminent si ce sont les règles *matérielles* de droit de l'Etat à plusieurs unités ou d'une unité territoriale spécifique qui s'appliquent. Ceci signifie (1) que les règles de choix de loi du Canada (par opposition aux règles de choix de loi de l'une ses unités territoriales) déterminent la loi applicable, et que (2) la désignation est en faveur des règles *matérielles* (par opposition aux règles de conflit internes). En d'autres termes, le mécanisme déclaratif matérialisé par l'article 9(3)(b) ne fonctionne que si l'application de la loi de l'une des unités territoriales de l'Etat à plusieurs unités résulte *directement* soit de l'article 4, paragraphe 2 soit de l'article 4 paragraphe 4, mais pas si elle résulte indirectement d'une déclaration en vertu de l'article 9(3)(a).

Exemple #6

Il n'y a pas de contrat (valable) en application de l'article 4, paragraphe 2. La « Banque » est constituée en Ohio et n'a pas d'établissement à New York. Les Etats-Unis n'ont fait aucune déclaration.

En vertu des articles 4, paragraphe 4, et 9, paragraphe 2, le droit de l'Ohio est applicable, que la « Banque » ait ou non d'établissements aux Etats-Unis.

Exemple #7

Il n'y a pas de contrat (valable) en application de l'article 4, paragraphe 2. La « Banque » est constituée en Ohio et n'a pas d'établissement à New York. Les Etats-Unis ont fait la déclaration en vertu de l'article 9, paragraphe 3.

Les règles de conflit en vigueur en Ohio peuvent mener à l'application du droit matériel de New York (même si la « Banque » n'y a pas d'établissement).

Exemple #8

A une époque où le Canada n'était pas encore Partie à la Convention, l'« Investisseur » et la « Banque » sont convenus de ce que le compte de titres serait maintenu « à Montréal », bien que la « Banque » n'ait d'établissement qu'à Toronto. Puis, un an plus tard, le Canada devient Partie à la Convention et fait la déclaration en vertu de l'article 9(1)(a)(ii).

L'article 9, paragraphe 5, assure que la déclaration canadienne n'a aucun impact sur un transfert effectué avant l'entrée en vigueur de la déclaration. La loi du Québec reste donc la loi applicable.

Example #2

Like #1, but Canada has made a declaration under Article 9(1)(a)(ii). Therefore, the proviso in Article 4(2) is not fulfilled and the applicable law has to be determined under Article 4(4). This, in turn, means that within Article 9, paragraph 2 is applicable. If Bank is incorporated in Toronto, then the law of Ontario applies; if Bank is incorporated or organised exclusively "under the laws of Canada", the law of the territorial unit in which is situated its (principal) place of business applies.

Commentary: What is the result if Bank is incorporated in London (UK)? In this case, it would appear that the correct answer is English law. A declaration under Article 9(1)(a)(ii) might therefore lead to unexpected results. It is true that thus far, the common understanding has always been that Article 9 cannot lead to *renvoi, i.e.*, to the designation of the law of another State (including another Multi-unit State or one of its territorial units). One may recall, however, that this fact pattern does not lead to the application of *renvoi stricto sensu* (one does indeed not apply the conflict of laws rules of Canada – which one would it be anyway: the law of Ontario, Alberta or Quebec or possibly Federal Canadian law?). The application of English law rather results from the general fall-back rule in Article 4(4) and reflects the desire of a declaring State (*i.e.*, Canada in this example) to produce a rigorous application of the proviso in Article 4(2).

Example #3

Investor and Bank have agreed that the securities account will be maintained "in the United States". Bank has an office in New York. The United States has not made any declarations.

Article 9(1)(b)(i) does not apply, since the United States has not made any declaration. According to Article 9(1)(b)(ii), Article 4(4) applies. This latter provision, in conjunction with Article 9(2), can lead to the application of New York law but only if Bank is incorporated there. Alternatively, it may lead to the law of England if Bank is incorporated in England; this would be a result of the general fall-back rule in Article 4(4) (as described in the commentary to example #2).

Example #4

Investor and Bank have agreed that the securities account will be maintained "in the United States". Bank has an office in New York. The United States has made the declaration under Article 9(3)(a), but not under Article 9(3)(b).

The relevant United States choice of law rules apply, possibly leading to the law of New York.

Example #5

Investor and Bank have agreed that the securities account will be maintained "in Canada". Canada has made both declarations under Article 9(3).

The solution depends on the Canadian choice of law rules. If, for example, these rules point to Ontario, the substantive rules of Ontario apply.

Commentary: What if the choice of law rules of Ontario point to Quebec? The question raised by this fact pattern was not expressly considered by the Drafting Committee during its meeting in Frankfurt. On the basis of the new wording of Article 9(3), however, the designation in favour of the law of Quebec has to be ignored: Article 9(3)(a) explicitly states that the internal choice of law rules in force in *the Multi-unit State* shall determine whether the *substantive* rules of law of the Multi-unit State or of a particular territorial unit shall apply. This means (1) that the choice of law rules of Canada (as opposed to the choice of law rules of one of its territorial units) shall determine the applicable law, and (2) that the designation is in favour of the *substantive* rules (as opposed to the internal choice of law rules). In other words, the declaration mechanism embodied in Article 9(3)(b) operates only if the application of the law of one of the Multi-unit State's territorial units results *directly* from either Article 4(2) or Article 4(4), but not if it results indirectly from a declaration according to Article 9(3)(a).

Example #6

There is no (valid) agreement under Article 4(2). Bank is incorporated in Ohio and has no office in New York. The United States has not made any declarations.

Under Articles 4(4) and 9(2), Ohio is the applicable law, irrespective of whether or not Bank has offices in the United States.

Example #7

There is no (valid) agreement under Article 4(2). Bank is incorporated in Ohio and has no office in New York. The United States has made the declaration under Article 9(3).

The conflict rules in force in Ohio may lead to the application of the substantive law of New York (even if Bank has no office there).

Example #8

At a time when Canada was not yet a Party to the Convention, Investor and Bank have agreed that the securities account will be maintained "in Montreal", although Bank only has an office in Toronto. Then, one year later, Canada becomes a Party to the Convention and makes the declaration under Article 9(1)(a)(ii).

Article 9(5) makes sure that the Canadian declaration has no impact on any disposition made before the declaration becomes effective. Therefore, the law of Quebec remains the applicable law.

Note on Article 9

Les transferts impliquant plusieurs intermédiaires : Une Note explicative sur le fonctionnement de PRIMA dans le cadre de l'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (« avant-projet d'avril 2002 » reproduit dans le Document préliminaire No 10)*

ÉTABLIE PAR LE BUREAU PERMANENT**

Document préliminaire No 12 de mai 2002

I. INTRODUCTION

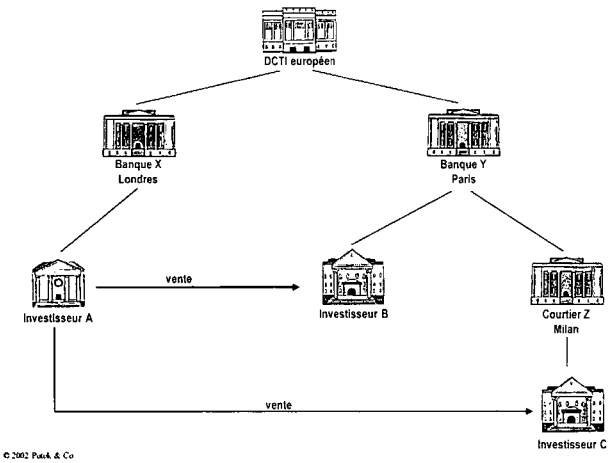
1. La présente Note envisage deux ensembles de questions qui ont été soulevées à propos de l'application du principe de PRIMA dans le cadre de la future *Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire*. Les problèmes traités concernent les *transferts impliquant deux intermédiaires ou plus* et se concentrent sur deux questions fondamentales : d'abord, est-il concevable que le même transfert soit considéré comme impliquant deux « intermédiaires pertinents » ou plus, donnant ainsi lieu à l'application de plus d'une loi PRIMA ? Au contraire, la Convention envisagée devrait-elle chercher à éviter cette possibilité, garantissant l'application d'une loi PRIMA unique ? Ensuite, quels sont les effets des différences éventuelles entre les lois pertinentes sur la question de savoir si un vice relatif à la validité d'une convention impliquant une mutation de propriété empêche ou non le transfert de propriété ? Ces deux questions seront traitées séparément dans la présente Note.

II. TRANSFERTS IMPLIQUANT DEUX INTERMÉDIAIRES OU PLUS

2. Le premier ensemble de questions peut être illustré par l'exemple suivant. Supposons que :

- l'Investisseur A détient un portefeuille de titres dans un compte de titres auprès de la Banque X à Londres ;
- la Banque X détient à son tour ses droits portant sur l'ensemble de titres concernés dans un compte auprès de son intermédiaire, DCTI européen ;
- l'Investisseur A vend certains de ses titres à l'Investisseur B et le solde à l'Investisseur C ;
- l'Investisseur B détient ses titres dans un compte de titres auprès de la Banque Y à Paris ;
- l'Investisseur C détient ses droits dans un compte auprès du courtier Z à Milan ; le courtier Z à son tour détient ses droits dans un compte de titres auprès de la Banque Y à Paris ;
- la Banque Y détient ses droits portant sur les types de titres en cause dans un compte auprès du même DCTI européen que la Banque X.

Ces faits peuvent être illustrés comme suit :



A. Le problème de la multiplicité « d'intermédiaires pertinents »

3. Le premier problème est celui de l'identification de « l'intermédiaire pertinent ». Par exemple, en relation avec le transfert des titres de l'Investisseur A à l'Investisseur B, l'intermédiaire pertinent est-il la Banque X (intermédiaire de A) ou la Banque Y (intermédiaire de B) ?

4. Pour les systèmes juridiques qui analysent le droit détenu dans chaque compte de titres comme un droit distinct, la question donne lieu à une certaine mesure de complication et de fragmentation de l'analyse des conflits de lois, mais à aucune difficulté insurmontable. En prenant l'exemple du transfert de l'Investisseur A à l'Investisseur B, l'analyse selon PRIMA serait la suivante :

- la question de l'acquisition ou non par l'Investisseur B d'un droit valable sur la masse des titres détenus par la Banque Y auprès du DCTI européen pour le compte de sa clientèle relève du droit français, en qualité de loi de l'intermédiaire dans les livres duquel sont comptabilisés les droits de l'Investisseur B sur cette masse de titres ;
- la question de la validité de l'extinction du droit de l'Investisseur A sur la masse de titres détenus par la Banque X relève du droit anglais, en qualité de loi de l'intermédiaire dans les livres duquel sont comptabilisés les droits de l'Investisseur A sur cette masse de titres ;
- la question de la validité du transfert à la Banque Y de la quote-part appropriée des droits de la Banque X sur la masse de titres des participants du DCTI européen relève de la loi du lieu du DCTI européen, en qualité de loi de l'intermédiaire dans les livres duquel sont comptabilisés les droits de la Banque X et de la Banque Y ;

* Les experts engagés dans les négociations renvoient communément au « problème de la page 37 » en référence à la page à laquelle le problème était examiné dans le Document préliminaire No 1 lors de sa diffusion aux Etats membres, dans une édition provisoire. Ce document est désormais publié dans le présent tome des Actes et documents et a été repaginé en conséquence. Le « problème de la page 37 » figure maintenant aux pages 46-48 du présent volume.

** Cette Note explicative se fonde sur un Mémorandum préparé par Guy Morton (délégation du Royaume-Uni) ainsi que sur les commentaires portant sur la version provisoire de l'avant-projet de Convention adopté par la Commission spéciale en janvier 2002 (voir le Doc. prél. No 9). Le Mémorandum de M. Morton, de même que tous les commentaires reçus, ont été étudiés par le Comité de rédaction lors de sa réunion de mars 2002 à Francfort.

Transferts impliquant plusieurs intermédiaires

Transfers Involving Several Intermediaries: An Explanatory Note on the Functioning of PRIMA within the Framework of the preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary ("April 2002 preliminary draft" reproduced in Preliminary Document No 10)*

SUBMITTED BY THE PERMANENT BUREAU**

Preliminary Document No 12 of May 2002

I. INTRODUCTION

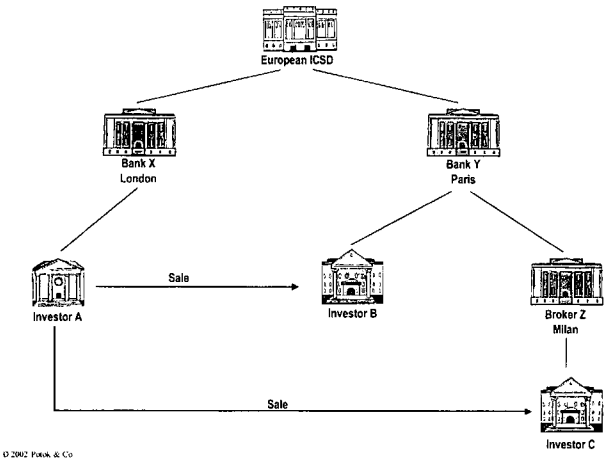
1. This Note considers two sets of issues that have been raised about the application of the PRIMA principle within the framework of the future Hague Convention on the *Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary*. The issues addressed relate to *transfers involving two or more intermediaries* and focus on two basic questions: First, is it conceivable for the same transfer to be regarded as involving two or more "relevant intermediaries" thereby leading to the application of more than one PRIMA law? Or should the proposed Convention seek to avoid this possibility, guaranteeing the application of one PRIMA law? Secondly, what are the effects of possible differences between relevant laws on the question of whether a defect in the contractual validity of a transfer impairs its effectiveness as a transfer of property? These two issues will be addressed separately in the present Note.

II. TRANSFERS INVOLVING TWO OR MORE INTERMEDIARIES

2. The first set of issues may be illustrated by the following example. Suppose that –

- Investor A holds a portfolio of securities in a securities account with Bank X in London;
- Bank X in turn holds its interests in the relevant kinds of securities in an account with its intermediary, European ICSD;
- Investor A sells some of its securities to Investor B and the rest to Investor C;
- Investor B holds its interests in a securities account with Bank Y in Paris;
- Investor C holds its interests in an account with Broker Z in Milan; Broker Z in turn holds its interests in a securities account with Bank Y in Paris;
- Bank Y holds its interests in the relevant kinds of securities in an account with the same European ICSD as Bank X.

This fact pattern can schematically be depicted as follows:



A. The problem of multiple "relevant intermediaries"

3. The first problem is that of identifying who is the "relevant intermediary". For example, in relation to Investor A's transfer of securities to Investor B, is the relevant intermediary Bank X (A's intermediary) or Bank Y (B's intermediary)?

4. For legal systems which analyse the interest held in each securities account as a separate interest, this question gives rise to some complication and fragmentation of the conflict of laws analysis, but not to any insuperable difficulties. Taking the example of the transfer from Investor A to Investor B, the analysis under PRIMA would be –

- whether Investor B acquires a valid interest in Bank Y's pool of customer securities held with European ICSD is a matter of French law, as the law of the intermediary on whose books Investor B's interests in that pool are recorded;
- whether Investor A's interest in Bank X's pool of customer securities is validly extinguished is a matter of English law, as the law of the intermediary on whose books Investor A's interest in that pool are recorded;
- whether the appropriate proportion of Bank X's interest in European ICSD's pool of participant's securities is validly transferred to Bank Y is a matter of the law of the place of European ICSD, as the law of the intermediary on whose books both Bank X's and Bank Y's interests are recorded;

* The experts participating in the negotiations refers generally to the "page 37 problem" when making reference to the page at which this problem was examined in Preliminary Document No 1 when distributed among the Member States in a provisional version. This document is now published in this volume of the Proceedings and has been repaginated as a result. The "page 37 problem" can now be found on pages 47-49 of this volume.

** This Explanatory Note is based on a Memorandum prepared by Guy Morton (United Kingdom delegation) and on the comments made on the provisional version of the preliminary draft Convention adopted by the Special Commission in January 2002 (see Prel. Doc. No 9). Mr Morton's Memorandum as well as all the comments received were examined by the Drafting Committee at its meeting in March 2002 in Frankfurt.

• la question de la répercussion de vices en droit anglais ou droit du DCTI européen dans les éléments antérieurs du transfert, de façon à vicier ou annuler les droits de l'Investisseur B, relèvera du droit français[1].

En d'autres termes, la réponse à la question « qui est l'intermédiaire pertinent ? » diffère selon l'étape spécifique du transfert intégral qui est envisagée. Dans un tel cadre, PRIMA simplifiera la question de la loi applicable et améliorera la certitude à *chaque niveau individuel* d'un système de détention à plusieurs niveaux en substituant une loi unique (c'est-à-dire la loi de PRIMA) aux diverses possibilités qui doivent actuellement être envisagées à *chaque* niveau (p. ex., loi du lieu de situation des certificats, loi du lieu de constitution de l'émetteur, loi du for, PRIMA, etc.). Pour l'ultime cessionnaire / acquéreur (l'investisseur B dans l'exemple ci-dessus), la démarche proposée signifie qu'il commencera par déterminer ses droits en n'examinant qu'une seule loi (le droit matériel français dans l'exemple ci-dessus). Si en vertu de cette loi, le cessionnaire / acquéreur peut acquérir un droit valable sur la masse de titres détenus par son intermédiaire pour le compte de sa clientèle indépendamment des éléments antérieurs du transfert, aucun autre examen ne sera nécessaire pour déterminer sa position. Si, en revanche, la loi applicable détermine que tout vice attaché à un des éléments antérieurs du transfert se répercute de façon à vicier ou annuler les droits du cessionnaire / acquéreur, alors un examen supplémentaire sera nécessaire. En d'autres termes, la question de savoir si le cessionnaire / acquéreur doit examiner les spécificités de tout transfert antérieur dépend du droit matériel de son intermédiaire.

5. Cependant, pour les systèmes juridiques qui considèrent les droits détenus par le cessionnaire / acquéreur comme étant le même bien que celui initialement détenu par le cédant / vendeur, cette analyse « étape par étape » (*stage-by-stage*) présente une plus grave question de principe : comment deux lois différentes peuvent-elles s'appliquer aux aspects de droits des biens concernant le transfert d'un bien unique[2] ?

B. Solution unitaire proposée

6. En réponse à cette difficulté, certains experts ont proposé qu'au lieu de suivre l'analyse étape par étape présentée ci-dessus (paragraphe 4), la règle de PRIMA pour les transferts impliquant plus d'un intermédiaire soit formulée par référence à une loi unique. En d'autres termes, si ces experts soutiennent le principe général de PRIMA, ils font également valoir que PRIMA devrait aller plus loin. Ils préconisent que, dans un but de clarté et de simplicité, la Convention devrait prévoir qu'une loi *unique* régit les aspects de droit des biens de *toutes* les étapes d'un transfert entre parties faisant appel à des intermédiaires différents. Il a été suggéré notamment que cette loi soit la loi de l'Etat de l'intermédiaire du destinataire[3]. Cette solution unitaire a été également désignée comme l'approche « Super-PRIMA », car *une* loi unique prévaudrait sur *toutes les PRIMA individuelles* à chacun des multiples niveaux du système de détention indirecte.

7. Cette suggestion présente l'attrait d'une apparente simplicité. Cependant, elle semble déplacer le problème, et donner lieu potentiellement à une incertitude plus grande que l'analyse étape par étape.

8. Dans l'exemple exposé ci-dessus (paragraphe 2), ceci peut être illustré en envisageant la situation du DCTI européen. Selon l'analyse étape par étape proposée dans le Document préliminaire No 1 et dans la structure actuelle de la Convention, le DCTI européen peut se fier au fait que les aspects de droit patrimonial concernant les transferts qu'il reçoit instruction de réaliser entre le compte de la Banque X et le compte de la Banque Y seront considérés par les juridictions des autres Etats comme étant régis par la loi du ressort du DCTI européen (la raison en étant que le DCTI européen serait l'intermédiaire pertinent pour X et Y). Selon la formulation « unitaire », par contraste :

• le DCTI européen a peu de chances de savoir, ou d'être à même de découvrir, si le transfert en question fait partie d'un transfert entre parties utilisant des intermédiaires différents à un autre niveau ;

• plus grave encore, même si le DCTI européen parvenait à obtenir les renseignements nécessaires, il découvrirait que le transfert unique entre ses propres comptes est en fait régi par deux systèmes de droit différents : à l'égard des titres transférés à l'Investisseur B, par le droit français en qualité de loi de l'intermédiaire dans les livres duquel sont comptabilisés les droits de l'Investisseur B, et à l'égard des titres transférés à l'Investisseur C, par le droit italien en qualité de loi de l'intermédiaire dans les livres duquel sont comptabilisés les droits de l'Investisseur C.

9. La solution « unitaire » proposée ne parvient donc pas à une simplicité ou une clarté plus grande, et n'élimine pas la possibilité que diverses lois soient pertinentes à un transfert unique. Son effet principal semble être de déplacer le poids d'une incertitude éventuelle des parties à l'acte de disposition en cause vers les intermédiaires, et particulièrement ceux impliqués dans les étapes médianes du transfert.

10. Ce résultat semble erroné en principe. Les parties à l'opération sont à même d'étudier la chaîne des transferts si elles le souhaitent, d'identifier toutes les lois applicables et d'en assurer le respect et de négocier des dispositions contractuelles appropriées entre elles et avec les intermédiaires aux services desquels elles choisissent de faire appel. Les parties sont donc les mieux placées à la fois pour évaluer les risques éventuels et pour s'en prémunir. Par contraste,

[1] Voir « Rapport sur la loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte », établi par Christophe Bernasconi (Doc. prél. No 1 de novembre 2000 à l'intention du groupe de travail de janvier 2001), page 37, dont cette analyse est tirée (et qui a fait que le problème visé est quelquefois désigné le « problème de la page 37 »). Voir également le Doc. prél. No 3 de juillet 2001, « Proposition de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable aux droits réels portant sur des titres intermédiés – Propositions de nouvel amendement au texte contenu dans le Document de travail No 16 de la réunion d'experts de janvier 2001, avec brefs commentaires explicatifs », soumis par le Bureau Permanent (« projet annoté de juillet 2001 »), p. 138-140.

[2] Selon certains systèmes juridiques, les droits pertinents sont réputés directement transférés, d'un point de vue juridique, de l'Investisseur A à l'Investisseur B, même si les éléments concernant ces droits sont en fait transférés de la Banque X à la Banque Y par le truchement de leur intermédiaire pertinent commun (DCTI européen). En d'autres termes, ces opérations sont réputées constituer non pas quatre actes de disposition [(1) Investisseur A à Banque X, (2) Banque X à DCTI européen, (3) DCTI européen à Banque Y et (4) Banque Y à Investisseur B], mais un acte de disposition unique (Investisseur A à Investisseur B). Cela est notamment le cas lorsque seuls les investisseurs sont propriétaires des titres émis par l'émetteur et que les « intermédiaires » ne détiennent aucun droit sur les titres, c'est-à-dire lorsqu'il y a une relation directe entre l'émetteur et l'investisseur. En revanche, selon le droit d'autres Etats, ces opérations sont réputées constituer non pas un acte de disposition unique (Investisseur A à Investisseur B), mais quatre actes de disposition (comme indiqué ci-dessus). Le concept sous-jacent de cette analyse « étape par étape » est que l'investisseur n'a pas de relation juridique directe avec l'émetteur. Au contraire, le droit que détient l'investisseur est inscrit dans les livres d'un intermédiaire qui, à son tour, fait enregistrer son droit auprès d'un autre intermédiaire, et ainsi de suite jusqu'à ce qu'un des intermédiaires soit inscrit comme propriétaire des titres. Ces systèmes de détention indirecte instaurent par conséquent un ou plusieurs niveaux d'intermédiaires entre l'émetteur et l'investisseur, qui tous détiennent leurs propres droits à l'encontre de l'intermédiaire placé plus haut dans la chaîne. Selon ce type de détention, les droits de l'Investisseur A (cédant / vendeur) ne peuvent être transférés directement à l'Investisseur B (cessionnaire / acquéreur), puisque l'Investisseur A ne détient à aucun moment un droit auprès du même intermédiaire que l'Investisseur B. Voir aussi les observations reproduites dans le Doc. prél. No 9, p. 238 et s.

[3] Voir p. ex. le Doc. prél. No 3 de juillet 2001 (*op. cit.*, note 1) p. 138-140.

• whether any defects under English law or European ICSD's law in the earlier elements of the transfer would flow through so as to impair or invalidate the interest of Investor B will be a matter of French law.[1]

In other words, the answer to the question "who is the relevant intermediary?" differs depending on the portion of the overall transfer which is under consideration. Within such a framework, PRIMA will simplify the choice of law issue and improve certainty at *each individual level* of the multi-tiered holding system by substituting a single law (*i.e.*, the law of PRIMA) for the multiple possibilities that must now be considered at *each* level (*e.g.*, law where certificates are located, law of issuer's incorporation, law of the forum, PRIMA, etc.). For the ultimate transferee / purchaser (Investor B in the example above), the suggested approach means that he will start assessing his position by looking at one single law (French substantive law in the example above). If according to that law the transferee / purchaser can acquire a valid interest in the pool of his intermediary's pool of customer securities independently of the earlier elements of the transfer, no further assessment is needed to consider his position; if, however, the applicable law takes the position that any defect in one of the earlier elements of the transfer impairs or invalidates the transferee's / purchaser's interest, then a further assessment will be required. In other words, whether the transferee / purchaser has to retrace the steps of any previously effectuated transfer will depend on the substantive law of its intermediary.

5. However, for legal systems which regard the interest held by the transferee / purchaser as the same item of property as that originally held by the transferor / seller, this stage-by-stage analysis presents a greater problem of principle: how can two different laws apply to proprietary aspects of a transfer of a single item of property?[2]

[1] See "Report on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems", prepared by Christophe Bernasconi (Prel. Doc. No 1 of November 2000 for the attention of the Working Group of January 2001), page 37, from which this analysis is taken (and from which the problem discussed is sometimes referred to as "the page 37 problem"). See also Prel. Doc. No 3 of July 2001, "Tentative Text on Key Provisions for a Future Convention on the Law Applicable to Proprietary Rights in Indirectly Held Securities – Suggestions for further amendment of the text contained in Working Document No 16 of the January 2001 experts meeting, with brief explanatory comments", submitted by the Permanent Bureau (the "annotated July 2001 draft"), pp. 139-141.

[2] According to some legal systems, the relevant rights are deemed to be directly transferred, from the legal point of view, from Investor A to Investor B, even if the items relating to the rights are actually transferred from Bank X to Bank Y via their mutual relevant intermediary (European ICSD). In other words, these transactions are deemed to be not four dispositions ((1) Investor A to Bank X, (2) Bank X to European ICSD, (3) European ICSD to Bank Y and (4) Bank Y to Investor B)) but only one disposition (Investor A to Investor B). This is particularly the case where only the investors are regarded as owners of the securities issued by the issuer and the "intermediaries" do not have their own substantive rights on the securities, *i.e.*, where there is a direct legal relationship between the investor and the issuer. On the contrary, from the legal perspective of other States, these transactions are deemed to be not one disposition (Investor A to Investor B) but four dispositions (as described above). Underlying this step-by-step analysis is the notion that the investor has no direct legal relationship with the issuer of the securities. Instead, the investor's interest is recorded on the books of an intermediary, which in turn has its interests recorded with another intermediary, which in turn has its interest recorded with another intermediary and so on up the chain until an intermediary is the owner of the securities. These indirect holding systems, therefore, have one or more tiers of intermediaries between the issuer and investor, who each has its own substantive right in relation to its intermediary higher up in the chain. Under this type of holding pattern, Investor A's (*i.e.*, the transferor's / seller's) interest cannot be transferred directly to Investor B (*i.e.*, the transferee / purchaser), since Investor A never holds an interest with the same intermediary as Investor B. See also the comments reproduced in Prel. Doc. No 9, p. 238 *et seq.*

B. Suggested unitary solution

6. In response to this difficulty, some experts have suggested that, instead of following the stage-by-stage analysis presented above (in paragraph 4), the PRIMA rule for transfers involving more than one intermediary be formulated by reference to *one* single law. In other words, while these experts agree with the general PRIMA principle, they also argue that PRIMA should go further. They urge that, in the interests of clarity and simplicity, the Convention should provide that a *single* law governs proprietary aspects of *all* stages of a transfer between parties who use different intermediaries. In particular, it has been suggested that this law be the law of the State of the *recipient's* intermediary.[3] This unitary solution has also been referred to as the "Super-PRIMA" approach, as *one* single law would override *all the individual PRIMAs* at each level of the multi-tiered holding system.

7. This suggestion has the attraction of apparent simplicity. However, it appears to move the problem elsewhere, and potentially give rise to greater uncertainty than the stage-by-stage analysis.

8. In the example set out above (paragraph 2), this may be illustrated by considering the position of European ICSD. Under the stage-by-stage analysis suggested in Preliminary Document No 1 and the current structure of the Convention, European ICSD can be confident that proprietary aspects of the transfers which it is instructed to make from Bank X's account to Bank Y's account will be treated by courts of other States as governed by the law of European ICSD's own jurisdiction (the reason being that European ICSD would be the relevant intermediary for X and Y). Under the "unitary" formulation, by contrast –

• European ICSD is unlikely to know, or to be in a position to find out, whether the transfer is part of a transfer between parties using different intermediaries at another level;

• more seriously still, even if European ICSD were able to obtain the necessary information, it would discover that the single transfer across its own accounts is in fact governed by two different systems of law: in relation to the securities transferred to Investor B, by French law as the law of the intermediary on whose books Investor B's interest is recorded, and in relation to the securities transferred to Investor C, by Italian law as the law of the intermediary on whose books Investor C's interest is recorded.

9. Thus the suggested "unitary" solution does not achieve greater simplicity or clarity and does not remove the possibility of different laws being relevant to a single transfer. Its main effect appears to be to shift the burden of any uncertainty from the immediate parties to the disposition in question to intermediaries, particularly those involved in the middle stages of the transfer.

10. This result appears in principle to be erroneous. The parties to the transaction are in a position to investigate the chain of transfer if they so choose, to identify and ensure compliance with all relevant laws and to negotiate appropriate contractual provisions with each other and with the intermediaries whose services they choose to employ. They are therefore the parties best placed both to assess any risk and to protect themselves against it. By contrast, intermediaries involved in the middle stages of

[3] See *e.g.*, Prel. Doc. No 3 of July 2001 (*op. cit.*, footnote 1), pp. 139-141.

les intermédiaires impliqués dans les étapes médianes de tels transferts ont peu de chances de pouvoir étudier les schémas de détention à d'autres niveaux. Aussi, semble-t-il difficilement concevable et contraire à la certitude et à la prévisibilité que la Convention vise à assurer, que les parties dans cette situation soient exposées aux effets de règles de droit patrimonial d'un ressort dont elles n'ont pas connaissance ; et même si la recherche appropriée était possible en théorie, les complications résultant d'un volume significatif de transferts entre les comptes de titres de clients de grandes banques la rendraient tout à fait irréalisable en pratique. En outre, la proposition semblerait avoir pour effet que la loi régissant les aspects de droit patrimonial concernant les étapes préliminaires du transfert ne serait fixée qu'*a posteriori* ; au moment de la survenance de chaque étape, elle semblera être régie par un certain droit, mais celui-ci sera en réalité remplacé par une loi différente lorsqu'il s'avérera qu'un cessionnaire ultime tenant son compte auprès d'un intermédiaire dans un autre ressort est impliqué. Enfin, une difficulté supplémentaire mentionnée par les opposants à la solution unitaire résulte du fait que certains transferts médians seront des *transferts composés*, c'est-à-dire des transferts dont différentes composantes sont en réalité destinées à un nombre de cessionnaires différents tenant leur compte auprès d'intermédiaires dans des ressorts différents. En pareil cas, il pourra ne pas être possible d'identifier quels titres sont attribuables à chaque cessionnaire ultime, laissant dans une totale incertitude la position concernant le droit applicable.

C. Le problème des « droits doubles »

11. Les commentateurs préoccupés par la possible multiplicité d'intermédiaires pertinents, y compris certains qui préconisent une solution « unitaire », font remarquer que l'une des conséquences d'un système qui reconnaît deux intermédiaires pertinents ou plus est qu'il peut y avoir deux « propriétaires » des mêmes « titres ». Dans l'exemple cité ci-dessus (paragraphe 2), si le débit par la Banque X des droits de l'Investisseur A est nul en droit anglais, mais que le crédit par la Banque Y des titres au compte de l'Investisseur B est valable en droit français, l'Investisseur A et l'Investisseur B se considéreraient tous deux comme propriétaire des titres, et auraient tous deux raison en vertu du droit applicable, mais il ne peut logiquement pas y avoir suffisamment de titres pour répondre aux deux droits de propriété.

12. Cette difficulté, bien que réelle, n'est en rien inhabituelle dans le cadre des transferts complexes de biens incorporels. Par exemple, l'acquéreur de bonne foi d'un titre négociable, à titre onéreux et sans être informé d'un vice de propriété du cédant, acquiert un droit portant sur le titre opposable à tous, mais ceci ne signifie pas que les parties antérieures sont privées de tout droit. Dans le cadre des transferts de valeurs mobilières, des difficultés semblables peuvent résulter d'une loi unique. Pour ne donner qu'un seul exemple, en droit anglais, si :

(a) une société reçoit ce qui se présente comme un transferts d'actions de L à M (mais est en fait un faux) et délivre un certificat au nom de M ; et

(b) N obtient de M un transfert des actions en se fiant au certificat,

L peut exiger que les actions soient restituées à son nom (car un faux acte de transfert est nul) alors que N peut exiger de conserver ses actions (parce qu'il est en droit de se fonder sur le certificat délivré à M). Les actions « nouvelles » n'ayant pas été régulièrement créées, la seule solution à cette difficulté est que la société (ou ses mandataires, s'ils sont responsables de ne pas avoir découvert le transfert contrefait) achète elle-même des actions auprès d'un autre porteur et les inscrive au nom de N.

13. L'analyse est apparemment semblable au cas de l'exemple donné ci-dessus (au paragraphe 11). Le fait que l'Investisseur A ainsi que l'Investisseur B aient des titres prétendument crédités à leur compte respectif ne signifie pas que des titres supplémentaires ont été régulièrement créés, mais pourra traduire précisément le fait que les deux ont des droits à l'encontre de leurs intermédiaires qui sont valables dans chaque cas selon le droit applicable. Cependant, un seul des intermédiaires peut disposer de titres (ou droits sur des titres) sous-jacents suffisants pour répondre aux droits de son investisseur (ou, en pratique, de la masse de ses titulaires de comptes d'investisseur). L'intermédiaire disposant de titres insuffisants pour répondre à des droits valablement créés devra lui-même acheter des titres pour éliminer la différence. S'il n'est pas en mesure de le faire, les conséquences de la défaillance relèvent du droit de l'insolvabilité applicable à l'insolvabilité de l'intermédiaire concerné.

D. Validité contractuelle contre validité « réelle » (patrimoniale) du transfert

14. Des questions ont également été soulevées au sujet de l'effet produit sur le fonctionnement du principe de PRIMA par des lois qui distinguent l'accord *contractuel* relatif au transfert de la mutation de propriété (ou transfert « réel ») qui en résulte. Le cadre juridique de ce second ensemble de problèmes peut être présenté de la manière suivante : dans certains systèmes de droit (notamment les systèmes de *common law*[4], la France[5] et le Japon[6]), la loi prévoit le transfert de propriété de biens meubles lors de la conclusion d'une convention impliquant ce transfert (telle qu'un contrat de vente). D'autres systèmes exigent cependant un acte ou une convention supplémentaire prévoyant le transfert de propriété (convention « réelle »)[7]. Pour les Etats qui – à l'instar de l'Allemagne, des Pays-Bas et de la Suisse – distinguent le contrat générateur d'obligations (ex. de vente) de la convention « réelle » opérant le transfert de la propriété à l'acquéreur, une autre question se présente : quelle est la relation entre le contrat générateur d'obligations et la convention « réelle » ?

15. La réponse est évidente pour une nullité affectant la convention « réelle » seule : un tel vice empêche l'exécution prétendue de l'obligation pour le vendeur de transférer la propriété à l'acquéreur[8]. Cependant, l'obligation en tant que telle résultant du contrat de vente sous-jacent

[4] En Angleterre, par exemple, un contrat de vente de biens particuliers identifiés lors de la vente produira généralement un transfert de propriété sans autre acte de mutation. La situation est différente pour les titres. En général, le transfert de propriété nécessite un acte de mutation distinct du contrat de vente; pour les titres au porteur, la remise du certificat représentant les titres est nécessaire pour transférer la propriété.

[5] Article 1583 du Code civil français. Cela étant, il faut souligner qu'en droit français, ce principe général ne s'applique pas aux titres dématérialisés.

[6] Article 176 du Code civil japonais; voir p. ex. M. Yokoyama, « Le transfert de la propriété immobilière et son opposabilité en droit civil japonais », *Rev. Int. Droit Comp.* 1996, p. 887 et s. ; Hiroshi Oda, *Japanese Law*, 2nd edition, Oxford Univerity Press, Oxford 1999, p. 189 ; Hans Peter Marutschke, *Einführung in das japanische Recht*, Beck, Munich 1999, p. 113.

[7] Pour une analyse en droit comparé européen des questions suivantes, voir p. ex. Ulrich Drobnig, "*Transfer of Property*", in Hartkamp / Hesselink / Hondius / Joustra / du Perron, *Towards a European Civil Code, 2nd Revised and Expanded Edition*, 1998 Ars Aequi Libri – Nijmegen, p. 495 et s. Drobnig caractérise les différents systèmes par les termes « consentement unitaire » (*'unitary consent'*) et « consentement double » (*'double consent'*), p. 504.

[8] Voir Drobnig, *op. cit.* (note 7), p. 507 et s.

such a transfer are very unlikely to be able to investigate the holding patterns at other levels. Against this background, it would seem contrary to principle, and to the certainty and predictability which the Convention aims to produce, that parties in this position should be exposed to the effect of rules of property law of a jurisdiction of which they are unaware; and, even if the appropriate investigation were theoretically possible, the complications arising from any significant volume of transfers between the customer securities accounts of major banks would make it quite unrealistic in practice. Moreover, the suggestion would appear to have the result that the law governing the proprietary aspects of the earlier stages of the transfer is fixed only *retrospectively*; at the time that each stage occurs it will appear to be governed by one law, but this will be replaced by a different law when it becomes clear that an ultimate transferee holding through an intermediary in a different jurisdiction is involved. Finally, a further difficulty mentioned by the opponents of the unitary solution arises from the fact that some intermediate transfers will be *composite transfers* of securities in the course of transmission to a number of different ultimate transferees who hold through intermediaries in different jurisdictions. In such a case it may not be possible to identify which securities are attributable to which ultimate transferee, leaving the position on governing law quite unclear.

C. The problem of "double interests"

11. Commentators who are concerned about the possibility of multiple relevant intermediaries, including some who advocate a "unitary" solution, point out that one of the consequences of a system which acknowledges two or more relevant intermediaries is that there can be two "owners" of the same "securities". In the example quoted above (paragraph 2), if Bank X's debiting of investor A's interest were invalid as a matter of English law, but Bank Y's credit of securities to Investor B's account were valid as a matter of French law, both Investor A and Investor B would regard themselves as owners of the securities and both would be justified under the applicable law, but there cannot logically be enough securities to satisfy both entitlements.

12. This difficulty, real though it is, is by no means unfamiliar in the context of complex transfers of intangible property. For example, a person who acquires a negotiable instrument in good faith, for value and without notice of any defect in the title of his transferor acquires a title to the instrument which is good against all the world, but this does not mean that prior parties are deprived of all rights. In the context of securities transfers, similar difficulties can arise under the same law. To give but one example, under English law, where –

(a) a company receives what purports to be a transfer of shares from L to M (but is in fact a forged transfer) and issues a certificate in the name of M; and

(b) N takes a transfer of the shares from M in reliance on the certificate;

then L can insist that the shares be restored into his name (because a forged transfer is invalid) while N can also insist on retaining his shares (because he is entitled to rely on the certificate issued to M). Since the "new" shares have not been validly created, the only solution to this difficulty is for the company itself (or its registrars, if they are responsible for the failure to detect the forged transfer) to purchase shares from another holder and register them in the name of N.

13. The analysis appears to be similar in the case of the example given above (in paragraph 11). The fact that both Investor A and Investor B have securities purportedly credited to their respective accounts does not mean that additional securities have been validly created, but it may accurately reflect the fact that both have rights against their intermediaries which in each case are valid under the applicable law. However, only one of the intermediaries can have sufficient underlying securities (or rights to securities) to back the rights of its investor (or, in practice, its investor account holders collectively). The intermediary which has insufficient securities to back validly created rights will itself need to purchase securities to eliminate the discrepancy. If it is unable to do so, the consequences of the deficiency will depend on the insolvency law applicable to the insolvency of the intermediary concerned.

D. Contractual validity vs validity of "real" transfer

14. Questions have also been raised as to the effect on the functioning of the PRIMA principle of laws which distinguish between the *contractual* agreement for a transfer and the transfer as a transfer of property (or "*real*" transfer). The legal background to this second set of issues may be portrayed as follows: In some legal systems (such as in common law systems,[4] France[5] and Japan[6]), the law provides for the passing of movable property upon the conclusion of a contract implying such transfer (such as a contract of sale). Other systems, however, require an additional term or agreement providing for the transfer of property, *i.e.*, a "real" agreement.[7] For those States which – like Germany, the Netherlands and Switzerland – distinguish between the underlying (*e.g.*, sales) contract and an additional "real" agreement transferring property to the buyer, a further issue arises: what is the relationship between the underlying contract and the "real" agreement?

15. The answer is obvious for an invalidity affecting the "real" agreement only: such a defect prevents the purported performance of the seller's obligation to pass property to the buyer.[8] However, the obligation as such arising from the underlying contract of sale is not affected, and

[4] In England, for example, an agreement for the sale of specific goods identified at the time of the sale will generally operate to transfer title without any further instrument of transfer. The position for securities is different. In general, transfer of title will require an instrument of transfer separate from the agreement for sale; for bearer securities the delivery of the certificate representing the securities will be necessary to transfer title.

[5] Art. 1583 of the French Civil Code. This being said, one has to emphasise that under French law this general principle does not apply to dematerialised securities

[6] Art. 176 of the Japanese Civil Code; see *e.g.* M. Yokoyama, "*Le transfert de la propriété immobilière et son opposabilité en droit civil japonais*", *Rev. Int. Droit Comp.* 1996, p. 887 *et seq.*; Hiroshi Oda, *Japanese Law*, 2nd edition, Oxford Univerity Press, Oxford 1999, p. 189 ; Hans Peter Marutschke, *Einführung in das japanische Recht*, Beck, München 1999, p. 113.

[7] For a European comparative law analysis of the following issues, see *e.g.* Ulrich Drobnig, "Transfer of Property", in: Hartkamp / Hesselink / Hondius / Joustra / du Perron, *Towards a European Civil Code, 2nd Revised and Expanded Edition*, 1998 Ars Aequi Libri – Nijmegen, p. 495 *et seq.* Drobnig epitomises the alternative approaches by the catchwords 'unitary consent' or 'double consent' (p. 504).

[8] See Drobnig, *op. cit.* (footnote 7), p. 507 *et seq.*

n'est pas affectée, et le vendeur reste tenu d'exécuter le contrat. La question est assez discutée dans la situation inverse, où seul le contrat sous-jacent est frappé d'une nullité initiale ou ultérieure : une telle nullité s'étend-elle à la convention « réelle » qui n'est après tout qu'une convention « annexe » ? Selon un premier groupe de systèmes juridiques, la convention réelle est conditionnée au sort juridique du contrat générateur d'obligations qui constitue sa *cause* (principe de *causalité*) ; selon un second groupe de systèmes juridiques, la validité de la convention « réelle » est déterminée indépendamment (doctrine de *l'abstraction*). Alors que le premier système est appliqué, par exemple, aux Pays-Bas[9] et en Suisse[10], le second système est appliqué en Allemagne[11].

16. Afin de placer le problème dans le contexte des titres intermédiés : quel est l'effet, dans un système appliquant la démarche du consentement double (et donc qui distingue les validités contractuelle et « réelle » du transfert), d'une éventuelle contradiction entre la loi de PRIMA (régissant les aspects de droit des biens de l'opération) et la loi du contrat (régissant le contrat générateur d'obligations) ?

17. Si, selon la loi de PRIMA pertinente, un vice relatif à la validité contractuelle de la convention impliquant une mutation de propriété empêche tout effet de transfert de propriété (doctrine de causalité), la distinction ne donne lieu à aucune nouvelle difficulté autre que celles déjà examinées ci-dessus (voir II. A et II. B). En d'autres termes, pour chaque élément distinct du transfert global, la loi de PRIMA pertinente détermine si le cessionnaire en cause obtient un droit valable. On peut simplement ajouter que cette question survient non seulement à l'égard d'un transfert impliquant plusieurs intermédiaires, mais également lorsque A et B tiennent leur compte auprès du même intermédiaire.

18. La situation est un peu plus complexe lorsque la loi de PRIMA prévoit effectivement qu'un transfert de propriété valable (un transfert « réel ») peut intervenir même s'il est fondé sur un contrat nul (doctrine de l'abstraction). Le résultat fondamental de la Convention – que les juridictions du for doivent trancher les questions de droit des biens par référence à la loi de PRIMA – resterait applicable, et ce même si le droit interne du for ne prévoyait pas la possibilité d'un transfert de propriété valable nonobstant les problèmes contractuels. La distinction pourrait avoir une importance à l'égard de la question de savoir si un vice à un stade préliminaire d'un transfert multiple peut se répercuter de façon à affecter la validité des droits prétendument acquis à un stade ultérieur. Si dans le cas d'un tel transfert :

(a) la loi du cédant initial (A dans l'exemple mentionné au paragraphe 2) reconnaît la validité d'un transfert en dépit des vices contractuels ; mais que

(b) la loi du dernier destinataire (disons B dans l'exemple) non seulement ne reconnaît pas cette possibilité dans son droit interne mais permet en outre à une partie à un transfert antérieur (A dans cet exemple) de faire valoir que le vice lui confère un droit primant sur celui de B, en dépit du fait que la loi qu'il considérerait normalement applicable en matière réelle prévoit une solution différente, alors le cédant initial (A) pourrait obtenir gain de cause et faire reconnaître son droit par le for qui serait contraint de reconnaître le vice qui en résulte pour le droit de propriété de B. Il convient de noter toutefois que ce résultat ne pourrait survenir que si le ressort du destinataire est un Etat non contractant car, s'il s'agissait d'un Etat contractant, il devrait appliquer la règle de la Convention et non sa règle antérieure résumée en (b) ci-dessus. Si la Convention bénéficie du niveau d'acceptation espéré, il semble donc peu probable que cette question aura une grande importance pratique.

III. CONCLUSIONS

19. La présente Note suggère que dans le cas de transferts impliquant plusieurs intermédiaires :

(a) « l'intermédiaire pertinent » doit être évalué séparément mais selon une norme commune (c'est-à-dire PRIMA) pour chaque partie du transfert global, et que le problème des « droits doubles » ne semble pas donner lieu à des difficultés insurmontables dans le contexte des titres détenus auprès d'un intermédiaire; et

(b) les divergences possibles entre systèmes de droit sur la question de savoir si un vice de validité de la convention impliquant un transfert de propriété nuit à son efficacité pour réaliser une mutation de propriété ne semblent donner lieu à aucun nouveau problème spécifique au domaine des titres intermédiés.

20. Il va sans dire que les opinions exprimées dans la présente Note et les conclusions proposées ci-dessus sont attribuables au seul Bureau Permanent. Afin de permettre au Comité de rédaction d'évaluer plus avant les questions soulevées dans la présente Note lors de sa prochaine réunion à Londres (mai 2002), ***le Bureau Permanent invite les Etats membres et observateurs à examiner ces questions en détail et à présenter des commentaires spécifiques dans leurs observations sur « l'avant-projet d'avril 2002 ».***

[. . .]

[9] Voir article 3:84 par. 1 BW (*levering krachtens geldige titel* – remise en application d'un titre valable).

[10] Pour les biens meubles, le principe n'est pas indiqué expressément par le Code civil, mais a été établi par le Tribunal Fédéral dans un arrêt de principe (55 II 306), qui a été confirmé par la suite (96 II 150).

[11] Ceci n'est pas expressément indiqué par le Code civil mais est implicite, et constitue l'avis unanime de la doctrine et de la jurisprudence. Il est possible de considérer le principe d'abstraction comme une caractéristique du droit allemand en général, car il imprègne plusieurs domaines du droit. Il s'applique à tous les transferts de droits entiers ou limités portant sur des choses, revendications et droits.

Transferts impliquant plusieurs intermédiaires

the seller remains obliged to perform the contract. The matter is quite controversial in the reverse situation where only the underlying contract is affected by an initial or a subsequent invalidity: does such an invalidity extend to the "real" agreement, which after all, is but a "flanking" agreement? Under a first group of legal systems, the real agreement is made dependent upon the legal fate of the underlying contract as its *causa* (doctrine of *causality*); under a second group of legal systems, the validity of the "real" agreement is determined independently (doctrine of *abstraction*). Whereas the first system is applied, for example, in the Netherlands[9] and Switzerland,[10] the second system is applied in Germany.[11]

16. To put the problem in the context of indirectly held securities: what is, in a system that follows the double consent approach (*i.e.*, distinguishes between contractual and "real" transfer validity), the effect of a possible disharmony between the PRIMA law (governing the proprietary aspects of the transaction) and the *lex contractus* (governing the underlying contract)?

17. If under the relevant PRIMA law any defect in the contractual validity of the transfer agreement precludes it from having any effect as a transfer of property (doctrine of causality), the distinction creates no additional difficulties beyond those already discussed above (see II. A and II. B). In other words, for each separate portion of the overall transfer, the relevant PRIMA law determines whether the respective transferee gets a valid interest. One may merely add that this issue does not only arise in relation to a transfer implying several intermediaries, but also when A and B are holding through the same intermediary.

18. The position is a little more complicated where the PRIMA law does contemplate that a transfer may be valid as a transfer of property (a "real" transfer) even if based on an invalid contract (doctrine of abstraction). The basic result of the Convention – that the courts of the forum must determine matters of property law by reference to the PRIMA law – would continue to apply, and this would be the case even if the domestic law of the forum did not contemplate the possibility of a transfer that was effective as a transfer notwithstanding contractual problems. Where the distinction might matter is in relation to the question whether a defect at an early stage in a multiple transfer could flow through so as to impair the validity of interests purportedly acquired at a later stage. If in the case of such a transfer –

(a) the law of the originating transferor (A in the example given at paragraph 2) recognised the validity of a transfer notwithstanding contractual defects; but

(b) the law of the ultimate recipient (say B in the example) not only did not recognise this possibility under its domestic law, but also permitted a party to an earlier transfer (A in this case) to assert that the defect gave him a right superior to B's, notwithstanding that the law which it would ordinarily regard as applicable to property issues took a different view;

then the original transferor (A) might succeed in tracing his claim through and the forum would have to recognise the resulting defect in B's title. It should be noted, however, that this result could only arise if the recipient's jurisdiction were a non-Contracting State, since, if it were a Contracting State, it would have to apply the Convention rule instead of its previous rule summarised in (b) above. If the Convention commands the level of acceptance which is hoped for, therefore, it seems questionable whether this issue will be one of great practical importance.

III. CONCLUSIONS

19. This Note suggests that in the case of transfers involving several intermediaries:

(a) the "relevant intermediary" should be assessed separately but according to a common standard (*i.e.*, PRIMA) for each portion of the overall transfer and that the problem of "double interests" does not seem to generate insurmountable difficulties in the context of indirectly held securities; and

(b) possible differences among legal systems on the question whether a defect in the contractual validity of a transfer impairs its effectiveness as a transfer or property do not appear to generate any new problems which are specific to the context of indirectly held securities.

20. It goes without saying that the views expressed in this Note and the conclusions suggested above are to be attributed to the Permanent Bureau only. In order to allow the Drafting Committee to further assess the issues raised in this Note at its next meeting in London (May 2002), ***the Permanent Bureau invites Member States and observers to consider these issues in detail and to specifically comment on them in their observations on the "April 2002 preliminary draft".***

[. . .]

[9] See Art. 3:84 par. 1 BW (*levering krachtens geldige titel* – delivery pursuant to a valid title).

[10] For movable property, the principle is not expressly spelled out by the Civil Code but has been established by the Swiss Supreme Court in a fundamental decision (55 II 306), which has been confirmed subsequently (96 II 150).

[11] This is not expressly spelled out by the Civil Code but is implied and is the unanimous view of both writers and the courts. The principle of abstraction may well be regarded as a general feature of German law since it permeates several fields of law. It applies to all transfers of full or limited rights in things, claims and rights.

Proposition pour une version remaniée des articles 4 et 4 *bis*

SOUMISE PAR LE BUREAU PERMANENT

Document préliminaire No 13 de mai 2002

Notes explicatives

Ce document contient une proposition pour une version remaniée des articles 4 et 4 bis (la version actuelle des articles 4 et 4 bis est reproduite dans l'annexe).

En dépit du caractère sensible de cette disposition et du fragile consensus obtenu jusqu'ici, le Bureau Permanent est d'avis que le texte actuel de cette disposition cruciale mérite d'être retravaillé et amélioré. Dans ce contexte et dans le but d'épurer le texte actuel, nous vous présentons un nouveau projet, dont les caractéristiques essentielles peuvent être résumées comme suit :

1. L'objet des alinéas 1 et 2 originaux a été consolidé dans un nouvel alinéa 1er

L'alinéa 1er original n'a, semble-t-il, aucune autre fonction que de poser le principe PRIMA. En particulier, il ne donne aucune indication sur la manière d'appliquer ce principe. L'alinéa 2 original contient quant à lui les éléments essentiels du facteur de rattachement principal (convention des parties et test de réalité) et explicite ainsi le principe PRIMA. En conséquence, son contenu peut aussi bien figurer dans le premier alinéa de l'article 4. La référence au principe PRIMA pourrait figurer dans le préambule de la Convention.

2. La référence à l'État « comme étant celui où est tenu le compte de titres » a été mise entre crochets

Certains experts ont indiqué que le langage original, bien que centré sur la notion du lieu de tenue du compte, ne garantit pas que le lieu convenu soit effectivement le lieu où le compte sera tenu. En raison de la difficulté de localiser avec précision un compte dans un lieu donné, il a été suggéré que cette disposition ne se concentre plus sur la notion de lieu de tenue du compte, mais fasse plutôt référence au lien existant entre l'intermédiaire pertinent et l'État choisi, tel qu'il figure dans le test de réalité. Ainsi, la disposition ferait référence au droit de l'État choisi, sans qualifier cet État comme étant celui où est tenu le compte. L'exigence posée par le test de réalité demeurerait et suivrait immédiatement la référence à l'État choisi. Au vu de l'importance de cette disposition, nous vous serions très reconnaissants de nous indiquer si, à votre avis, le texte entre crochets doit être maintenu ou biffé.

Si la référence au « lieu où est tenu le compte » devait être biffée, la référence suivante à des lieux multiples de tenue du compte (« soit seul ou avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou avec d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent, dans cet État ou dans un autre État ») ne serait plus nécessaire (voir cependant ci-dessous, paragraphe 4). Cette suppression permettrait d'alléger le texte.

3. La « liste blanche » contenant les facteurs pertinents du test de réalité est déplacée de l'article 4 *bis* original vers le nouvel alinéa 1er

Le but de ce remodelage est d'assurer que toutes les informations pertinentes se retrouvent dans une seule disposition, facilitant ainsi l'application de la partie essentielle de la Convention.

Le contenu de la liste blanche aux lettres (a) à (d) n'a pas été modifié depuis le texte proposé par le Bureau Permanent dans l'annexe 1 au Document préliminaire No 10. Il va de soi que ces dispositions demeurent sous réserve des discussions à venir.

4. La lettre (e) est nouvelle : sa fonction est de garder la liste blanche « ouverte »

Elle assure cette fonction en faisant référence à l'idée que l'établissement de l'intermédiaire pertinent peut « dans cet État exercer par ailleurs, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de comptes de titres » (en d'autres termes, la notion de « lieu où des comptes de titres sont tenus » est utilisée seulement pour garder la liste blanche « ouverte », mais plus comme notion principale sous-jacente à la disposition entière).

Comme cette lettre fait référence à la notion de lieu où est tenu le compte de titres, nous pensons qu'il est approprié de garder, au moins entre crochets en vue d'un examen supplémentaire, la référence si longuement négociée aux lieux multiples de tenue du compte. A nouveau, nous aimerions connaître votre avis sur le maintien ou non du texte entre crochets.

5. Alinéa 2 : une première liste noire

Cette première liste noire exclut spécifiquement un certain nombre d'activités qui ne sont pas considérées comme suffisamment importantes pour être qualifiées d'activité de tenue de comptes de titres. Il s'agit d'une nouvelle disposition, qui a pour but de donner un sens aux éléments « ouverts » de la liste blanche et de soumettre celle-ci à un test de réalité.

6. L'alinéa 3 est identique à l'ancien alinéa 3

7. Le rattachement subsidiaire figure maintenant dans un article distinct (le nouvel article 4 *bis*, qui deviendra l'article 5)

Aucune modification n'a été apportée à la disposition traitant du rattachement subsidiaire, qui figure maintenant dans le nouvel article 4 *bis*(1).

L'alinéa 2 contient une seconde liste noire qui exclut de manière explicite les facteurs de rattachement qui ne doivent plus être pris en compte (plus d'approche de la transparence, etc.).

Il reste à déterminer si la première phrase de la seconde liste noire à l'article 4 *bis*(2) doit faire référence seulement à l'alinéa 1er de l'article 4 *bis*, ou bien à l'ensemble des règles de la Convention. Sur ce point également, nous vous saurions gré de nous faire connaître votre avis.

La division des « éléments noirs » en deux listes différentes fait apparaître chacune de ces listes plus homogène et non plus, comme dans la liste noire originale, comme un pêle-mêle d'éléments divers et variés qui n'ont pas nécessairement de lien entre eux.

Le Comité de rédaction tiendra compte de tous les ***commentaires reçus avant le 15 mai 2002***, lors de sa réunion à Londres les 21 et 22 mai prochains, et proposera, si nécessaire, un nouveau texte. Le Bureau Permanent préparera et distribuera la version définitive de l'avant-projet de Convention dans les plus brefs délais après cette réunion.

Proposition pour une version remaniée

Proposal for a Redraft of Articles 4 and 4 *bis*

SUBMITTED BY THE PERMANENT BUREAU

Preliminary Document No 13 of May 2002

Explanatory Notes

This document contains a proposal for a redraft of Article 4 and a new Article 4 bis (the current version of Articles 4 and 4 bis is reproduced in the Appendix).

Despite the delicate nature of this provision and the fragile consensus reached thus far, the Permanent Bureau is of the opinion that the current draft of this crucial provision would benefit from further refinement. It is against this background and with a view to streamlining the current text that we submit a new draft, the basic characteristics of which may be summarised as follows:

1. The subject matter of the original paragraphs 1 and 2 have been merged into a new paragraph 1

The original paragraph 1 does not seem to fulfil any other function than to lay out the PRIMA principle. In particular, it does not provide any specific guidance as to how to apply the principle. The original paragraph 2, however, does provide the essentials of the principal connecting factor (agreement and reality test), thereby explicating the PRIMA principle. Therefore, its content may as well appear in the first paragraph of Article 4. The reference to the PRIMA principle could be moved to the preamble of the Convention.

2. The reference to the State "as the place where the securities account is maintained" has been placed in brackets

Some experts have argued that the original language, although centred on the concept of the place of the maintenance of the account, does not provide a guarantee that the place agreed is in fact the place where the account will be maintained. Taking into account the difficulties in locating an account at one place with precision, it is argued that the provision should no longer focus on the concept of the place of the maintenance of an account, but rather on the connection between the relevant intermediary and the State chosen as reflected in the reality test. Thus, the provision would refer to the law of the State chosen, without qualifying that State as the place where the account is maintained. The requirement of the reality test would remain, immediately following the reference to the State agreed. In light of the importance of this provision, we would particularly welcome your views on whether the bracketed language should be retained or discarded.

If the reference to the "place where the account is maintained" were deleted, the subsequent reference to multiple places of maintenance ("whether alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary, in that or another State") no longer appears to be necessary (see, however, *infra* paragraph 4). This additional deletion would make the text less complex.

3. The "white list" containing the relevant reality test factors is moved from the original Article 4 *bis* to the new paragraph 1

The aim of this restructuring is to ensure that all the relevant information is accessible in one single provision, thus rendering the core part of the Convention easier to apply.

The content of the white list in sub-paragraphs (a) to (d) has not been changed from the language proposed by the Permanent Bureau in the Appendix to Preliminary Document No 10. Of course, these sub-paragraphs remain subject to further discussion.

4. Sub-paragraph (e) is new: its specific function is to keep the white list "open"

It does so by referring to the idea that the relevant intermediary's office can "otherwise be engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts" (in other words, the concept of the "place where securities accounts are maintained" is only used to keep the white list "open", but not as the main concept underlying the whole provision anymore).

As this sub-paragraph refers to the concept of the place where the securities account is maintained, we think it is appropriate to keep, at least in brackets and for further discussion, the heavily negotiated reference to multiple places of maintaining the account. Again, we would welcome your views on whether the bracketed language should be retained or discarded.

5. Paragraph 2: a first black list

This first black list specifically excludes several activities from being regarded as important enough to qualify for the activity of maintaining securities accounts. This is a new provision. Its aim is to keep the "open" elements of the white list meaningful and to make it subject to a reality test.

6. Paragraph 3 is the same as the old paragraph 3

7. The fall-back rule now appears in a separate Article (new Article 4 *bis*, to become Article 5)

There is no change in the provision on the fall-back test, which now appears in the new Article 4 *bis*(1).

Paragraph 2 contains a second black list that explicitly excludes the connecting factors that ought not to be considered anymore (no look-through, etc.).

It remains to be determined whether the opening words in the second black list in Article 4 *bis*(2) should refer to paragraph 1 of 4 *bis* only, or to all the rules of the Convention. Again, comments on this specific point would be particularly welcome.

By splitting the "black elements" into two different lists, each list appears more homogeneous and not, as in the original black list, a jumble of various elements which are not necessarily connected.

The Drafting Committee will assess ***comments received before the 15th of May*** at its meeting in London to be held on the 21st and 22nd May, and, if necessary, suggest new language. The Permanent Bureau will prepare and distribute the final version of the preliminary draft Convention as soon as possible after that meeting.

Article 4 Détermination de la loi applicable – Rattachement principal

(1) La loi applicable à toute question mentionnée à l'article 2, paragraphe premier, est la loi de l'État convenu entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent [comme étant celui où est tenu le compte de titres], à condition que l'intermédiaire pertinent ait, au moment de la conclusion de la convention, un établissement dans cet État, et que, soit,

(a) la réalisation et la mise à jour d'inscriptions en comptes de titres soient gérées ou suivies dans cet établissement ;

(b) la gestion et l'administration des versements de dividendes, intérêts et remboursements, événements sociaux et autres éléments relatifs aux titres détenus auprès de l'intermédiaire soient réalisées par cet établissement ;

(c) les services d'assistance de l'intermédiaire au titulaire du compte relativement aux comptes de titres soient réalisés dans cet établissement ;

(d) un numéro de compte ou code bancaire unique ou autre moyen d'identification rattache à cet établissement la fonction de tenue de comptes de titres ; ou

(e) cet établissement exerce par ailleurs dans cet État, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de comptes de titres [, soit seul soit conjointement avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent dans cet État ou dans un autre État].

(2) Un établissement n'exerce pas, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de comptes de titres pour la seule raison que :

(a) les installations de traitement de données et de comptabilité du compte de titres y sont situées ;

(b) des centres d'appel pour communiquer avec des titulaires de compte [et autres ?] y sont situés ou exploités ;

(c) les envois relatifs aux comptes de titres y sont organisés ou que le classement y est effectué ; ou que

(d) . . .

(3) L'accord mentionné au paragraphe 2 doit être exprès ou, à défaut, résulter de manière implicite des dispositions du contrat pris dans son ensemble.

Nouvel article *bis* (à devenir art. 5) Rattachements subsidiaires

(1) Si la loi applicable n'est pas déterminée selon l'article 4, cette loi est :

(a) la loi de l'État dont le droit régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent ; ou

(b) à défaut, la loi de l'État dans lequel l'intermédiaire pertinent exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, l'État dans lequel est situé son principal lieu d'activité.

(2) Pour déterminer la loi applicable [conformément au paragraphe premier][en vertu de la présente Convention], il ne sera tenu aucun compte des éléments suivants :

(a) le lieu d'organisation, de constitution ou du siège statutaire de l'émetteur de titres, de son administration centrale ou de son principal établissement ;

(b) les lieux où les certificats représentant ou matérialisant les titres sont situés ;

(c) tout lieu où est tenu par ou pour le compte de l'émetteur des titres un registre des titulaires des droits sur les titres ;

(d) le lieu de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent.

Articles 4 et 4 *bis* tels que reproduits dans « l'avant projet d'avril 2002 » (Doc. prél. No 10)

Article 4 Détermination de la loi applicable

(1) La loi applicable à toute question mentionnée à l'article 2, paragraphe premier, est la loi de l'État du lieu de l'intermédiaire pertinent [au moment du fait générateur de cette question].

(2) Cet État est l'État convenu entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent comme étant celui où est tenu le compte de titres, à condition que l'intermédiaire pertinent ait, au moment de la conclusion de la convention, un établissement dans cet État exerçant à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de comptes de titres, soit seul soit conjointement avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent, dans cet État ou dans un autre État.

(3) L'accord mentionné au paragraphe précédant doit être exprès ou, à défaut, résulter de manière implicite des dispositions du contrat pris dans son ensemble.

(4) Si l'État du lieu de l'intermédiaire pertinent n'est pas déterminé selon le paragraphe 2, cet État est :

(a) l'État dont le droit régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent ; ou

(b) à défaut, l'État dans lequel l'intermédiaire pertinent exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, l'État dans lequel est situé son principal lieu d'activité.

Article 4 *bis* [tel que reproduit à l'annexe au Doc. prél. No 10]

Pour les besoins de la présente Convention, un établissement d'un intermédiaire est considéré comme exerçant, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de comptes de titres, si une ou plusieurs des activités suivantes est exercée de manière régulière :

(a) la réalisation et la mise à jour d'inscriptions en comptes de titres sont gérées ou suivies dans cet établissement ;

(b) la gestion et l'administration des versements de dividendes, intérêts et remboursements, événements sociaux et autres éléments relatifs aux titres détenus auprès de l'intermédiaire sont réalisées par cet établissement ;

(c) les services d'assistance de l'intermédiaire au titulaire du compte relativement aux comptes de titres sont réalisés dans cet établissement ; ou

(d) un numéro de compte ou code bancaire unique ou autre moyen d'identification rattache à cet établissement la fonction de tenue de comptes de titres.

Proposition pour une version remaniée

Article 4 Determination of the applicable law – Primary rule

(1) The law applicable to any issue specified in Article 2(1) is the law of the State agreed by the account holder and the relevant intermediary [as the State in which the securities account is maintained], provided that the relevant intermediary has, at the time of the agreement, an office in that State, and

(a) the making and updating of entries to securities accounts are managed or monitored at such office;

(b) the management and administration of dividend, interest and redemption payments, corporate events and other items relating to securities held with the intermediary are performed at such office;

(c) account holder support functions of the intermediary relating to securities accounts occur at such office;

(d) a single account number, bank code, or other means of identification exists that identifies such office as maintaining securities accounts at such office; or

(e) that office is otherwise engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts, [whether alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary in that or another State].

(2) An office is not regularly engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts merely because it is a place where –

(a) the technology supporting the bookkeeping or data processing for the securities account is located;

(b) call centers for communication with account holders [and others?] are located or operated;

(c) the mailing relating to securities accounts is organised and file rooms are located; or

(d) . . .

(3) The agreement referred to in paragraph 2 must be express or, if not express, implied from the terms of the contract considered as a whole.

New Article 4 *bis* (eventually to become Article 5) – Fall-back rule

(1) If the applicable law is not determined under Article 4, that law is –

(a) the law of the State under whose law the relevant intermediary is incorporated or organised; or

(b) failing this, the law of the State in which the relevant intermediary has its place of business or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business.

(2) In determining the applicable law [pursuant to paragraph 1] [under the rules of this Convention], no account shall be taken of the following factors –

(a) the place where the issuer of the securities is organised or incorporated or has its statutory seat, central administration, principal place of business or its registered office;

(b) the places where certificates representing or evidencing securities are located;

(c) the place where a register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located;

(d) the place where any intermediary other than the relevant intermediary is located.

Articles 4 and 4 *bis* as reproduced in the "April 2002 preliminary draft" (Prel. Doc. No 10)

Article 4 Determination of the applicable law

(1) The law applicable to any issue specified in Article 2(1) is the law of the State of the place of the relevant intermediary [at the time of the event giving rise to that issue.]

(2) That State is the State agreed by the account holder and the relevant intermediary as the State in which the securities account is maintained, provided that at the time of the agreement the relevant intermediary has an office within that State engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts, whether alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary, in that or another State.

(3) The agreement referred to in the preceding paragraph must be express or, if not express, implied from the terms of the contract considered as a whole.

(4) If the State of the place of the relevant intermediary is not determined under paragraph 2, that State is –

(a) the State under whose law the relevant intermediary is incorporated or organised; or

(b) failing this, the State in which the relevant intermediary has its place of business or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business.

Article 4 *bis* [as reproduced in the Annex to Prel. Doc. No 10]

For the purposes of this Convention, but not by way of limitation, an office of an intermediary is engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts if any one or more of the following activities regularly occurs:

(a) the making and updating of entries to securities accounts are managed or monitored at such office;

(b) the management and administration of dividend, interest and redemption payments, corporate events and other items relating to securities held with the intermediary are performed at such office;

(c) account holder support functions of the intermediary relating to securities accounts occur at such office; or

(d) a single account number, bank code, or other means of identification exits that identifies such office as maintaining securities accounts at such office.

Observations* reçues sur « l'avant-projet d'avril 2002 d'une Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire » (Doc. prél. No 10)

Comments* received on the "April 2002 preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary" (Prel. Doc. No 10)

PRÉPARÉ PAR LE BUREAU PERMANENT

PREPARED BY THE PERMANENT BUREAU

Document préliminaire No 14 de mai 2002

Preliminary Document No 14 of May 2002

Afin d'éviter tout contresens sur les observations soumises, le Bureau Permanent a reproduit (dans la mesure du possible) ces observations dans leurs langues et présentation originales.

In order to avoid any misrepresentation of the comments submitted, the Permanent Bureau has reproduced (as far as possible) these comments in their original form and language.

* * *

General comments

France: La délégation française félicite le Bureau Permanent pour le travail accompli de manière informelle dans l'esprit des conclusions de la dernière réunion de la Commission I (affaires générales et politique) de la Dix-neuvième Session diplomatique de la CODIP (La Haye, 22-24 avril 2002).

Germany: The Federal Ministry of Justice continues to give its strong support to the project of the Hague Conference on Private International Law for drafting a Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary. The progress made so far and the Permanent Bureau's efforts in taking this project forward are particularly commendable. The Federal Ministry of Justice therefore would like to congratulate the Hague Conference on the new proposal concerning Article 4 and 4 *bis*.

Sweden:[1] Many thanks for the great efforts to achieve a final proposal of a draft Convention. We congratulate the Hague Conference on the significant progress made.

Switzerland: We would once again like to express our optimism and hope that we will soon be able to agree on a workable Convention in this area of present uncertainty and unpredictability.

United States of America: We welcome the decision of the Commission on General Affairs that a Diplomatic Session on the Convention should be held this year provided that, in the judgment of the Secretariat, sufficient progress is made on the key outstanding issues during the informal process.

ISDA: We continue strongly to endorse the work of the Hague Conference on these important issues for the financial markets, and in particular the proactive role played by the Permanent Bureau and the Drafting Committee in managing and driving forward the informal working process on the project. We are pleased that Commission I on General Affairs and Policy of the XIXth Session of the Hague Conference endorsed the continuation of the informal working process, which we believe has been commendably open, transparent, and productive. It is highly desirable that the text of the draft Convention be finalised as rapidly as possible with a view to its adoption at the Diplomatic Session tentatively scheduled for October 2002.

ECB: We would like to congratulate the Hague Conference on the significant progress made and the sophistication achieved in a comparatively short time span. The ECB acknowledges the efforts involved and welcomes very much the general aim of the Convention project to achieve *ex ante* certainty for (cross-border) securities transactions. From the results, not the least the Eurosystem would benefit considerably. Discussions within the European System of Central Banks have shown that there are diverging views on how to interpret a number of provisions of the draft Convention. As such divergence of interpretations might give rise to concerns as to the achievement of legal certainty, we would like to make a number of comments (see below).

Association of Global Custodians: The Association supports the Conference's efforts to create greater certainty concerning the law that governs cross-border financial collateral arrangements.

Bundesverband deutscher Banken: We are grateful for the opportunity to comment again on the above preliminary draft Convention. The German private banking industry would welcome it if an international private law convention were actually to make it easier to determine the law applicable to dispositions of securities. It is therefore highly important that special emphasis be placed on this aspect in the further work on the Convention. Some of our member banks have already asked whether the Convention, as it stands at present, would in fact facilitate things in practice and lead to more legal certainty. We welcome it that the draft Convention has been repeatedly presented for comment to market practitioners in particular under the informal consultation procedure and wish to underline our interest in the further progress made in this project.

* Les experts engagés dans les négociations renvoient communément au « problème de la page 37 » en référence à la page à laquelle le problème était examiné dans le Document préliminaire No 1 lors de sa diffusion aux Etats membres. Ce document est désormais publié dans le présent tome des Actes et documents et a été repaginé en conséquence. Le « problème de la page 37 » figure maintenant aux pages 46-48 du présent volume.

* The experts participating in the negotiations refer generally to the "page 37 problem" when making reference to the page at which this problem was examined in Preliminary Document No 1 when distributed among the Member States in a provisional version. This document is now published in this volume of the Proceedings and has been repaginated as a result. The "page 37 problem" can now be found on pages 47-49 of this volume.

[1] The comments in this paper are made with a note taken to the competence that might fall to the European Union.

Article 1(1): "intermediary"

Denmark: The Danish Government would like to stress that it is important that the drafting group discuss the definition of intermediary in Article 1(1) further at its meeting (see comments under Art. 1(4)).

Luxembourg: Article (1) definition of "intermediary": in order to simplify this definition it is suggested to delete the terms "or both for others and for its own account" as such terms do not add much to the definition which in our reading anyway covers this scenario even without it being specifically mentioned.

Article 1(1): "disposition"

Sweden:[2] We wonder if the use of "transfer of title" clearly enough shows that "disposition" means the *inter partes* connection and not the relationship with third parties. If there is an uncertainty in this respect the wording "transfer of title" could be exchanged to "agreement regarding transfer" or something similar. Furthermore, it seems that this clearly marks the difference between the terms "disposition" and "perfection".

Article 1(4)

Belgium: After further consideration, we are open to both Options A and B.

Denmark: The Danish Government would like to stress that it is important that the drafting group discuss Art. 1(4)-1(6) (and the definition of intermediary in Art. 1(1)) further at its meeting. The Danish Government supports a solution based on the following principles:

– CSD's and similar entities should be explicitly mentioned as persons which are intermediaries.

– A State should be able to make an **opt-out declaration** with respect to a person organised under the law of that State (or of a state (territorial unit) which is part of the State) with the effect that the listed person is not considered an intermediary, when the person acts as central securities depository or in a similar capacity for the issuer.

– Persons that maintain accounts in a purely administrative capacity should be excluded from the definition of intermediary. Present Article 1(4)(b) is satisfactory is this respect.

Germany: Concerning Article 1, paragraph (4), no changes have been made. The Federal Ministry of Justice would like to reiterate the reservations expressed in our comments of March 2002. Both options provided for under Article 1, paragraph (4), exempt certain persons who record dispositions of securities in registers, books, etc. from the term "intermediary" as defined in the Convention. The reason for such a differentiation is not apparent. One reason may be due to differences in how the law is understood in different States. It may be necessary to further clarify the underlying situation and to take a closer look at the need for such exemptions. The Federal Ministry of Justice points out in this connection that the more exemptions are allowed, the more the aim of the Convention, namely simplifying arrangements in practice, will be jeopardised. In this light, the Federal Ministry of Justice is not convinced of the need for the exemptions to the term "intermediary" as such exemptions would mean that it would virtually no longer be possible clearly to determine the applicable law. Allowing exemptions runs counter to the practical needs of the parties to dispositions of securities.

Luxembourg: As to the specific wording of the two options, we would like to raise the following points:

1) Sub-point (a) of Article 1(4) is *not identical* in the two options. Is there any particular reason for that?

2) If Option B is retained, sub-point (b) of the black list in Article 4 *ter* / New Article 4 *bis*(2)(c) may have to be deleted or redrafted.

Spain: We favour Option B.

Sweden:[3] It is of utmost importance that Nordic CSD's are covered by the Convention. The distinguishing between directly and indirectly held systems is not essential. The definition of "intermediary" covers in our opinion central securities depositaries in general and therefore also the Nordic CSD's. When Nordic CSD's maintain securities accounts directly for the account holder they should be considered as intermediaries. The inclusion of CSD's as intermediaries, also in the direct holding situation, is strongly supported by all Nordic States and several other States. Only the United Kingdom has had objections to such an inclusion. Sweden would not oppose a solution which excludes CREST in the direct holding situation from the application of the Convention. One solution could in our opinion be a possibility for opt-out designed to accommodate the needs of Crest. In the light of these comments we are in favour of Option A.

Switzerland: We simply flag our concern, expressed by a number of participants in our consultations, that that provision, however drafted, not lead to exceptions from the general rule adopted in Article 4 for all sorts of jurisdictions, thus taking away with one hand the unified approach that the other gave.

United States of America: We recommend, as others have proposed, to restructure Article 1(4) by deleting paragraphs 4, 5, and 6 of Option B, by explicitly including entities that function as CSDs within the definition of intermediary, and by providing a declaration mechanism for a State to exclude its CSD where it deems appropriate. The purpose of this section has been described as accommodating the desire of the Nordic countries to include their central securities depositories ("CSDs") within the terms of the Convention, while accommodating the needs of CREST to exclude certain of its operations from the scope of the Convention. While we are supportive of this goal, we believe that that description of the issue is drawn too narrowly because the scope of Article 1(4) also has implications for coverage of CSDs as securities intermediaries under the Convention, including whether Federal Reserve Banks are securities intermediaries. We thought it might be useful to briefly describe the role of Federal Reserve Banks as securities intermediaries to provide the context for our recommendation. Federal Reserve Banks act as "fiscal agent" for several international organizations as issuers including, the World Bank, the Asian Development Bank, the African Development Bank and Inter-American Development Bank. The securities of the international organizations for which the Federal Reserve Banks act as

[2] The comments in this paper are made with a note taken to the competence that might fall to the European Union.

[3] The comments in this paper are made with a note taken to the competence that might fall to the European Union.

fiscal agent are issued under New York law. In addition, the Federal Reserve Banks act as fiscal agent for the United States Treasury Department ("U.S. Treasury") and a number of government-sponsored enterprises and agencies, including for example, the Federal National Mortgage Association, the Federal Home Loan Mortgage Corporation, and the Government National Mortgage Corporation. Those governmental organizations have issued Federal regulations including choice of law and substantive law rules that govern their securities. In both cases, the Federal Reserve Banks, are considered "securities intermediaries" under the applicable law. We think Federal Reserve Banks should be covered by the Convention as "securities intermediaries." Securities of international organizations, the U.S. Treasury, government agencies, and government sponsored entities are issued through the Federal Reserve Banks in dematerialized form. With very limited exception, there is no agent or registrar that stands between the issuer and the Federal Reserve Banks. Entities that are entitled to have securities accounts at Federal Reserve Banks hold these securities in their securities accounts at the Federal Reserve Banks. Transfers between Federal Reserve Bank account holders are effected on the books of the Federal Reserve Banks through instructions issued to the Federal Reserve Banks, not the issuer. Those entities or individuals who are not entitled to have a securities account with a Federal Reserve Bank hold their interests in securities of these issuers through a bank or broker that directly or indirectly has an account with a Federal Reserve Bank. That bank or broker is a securities intermediary under applicable law. (The U.S. Treasury does operate a direct holding system used primarily by small investors in Treasury securities, which is not at issue here). An examination of Article 1(4) in light of Federal Reserve Bank operations reveals a number of problems and ambiguities. Option B Article 1(4)(a) excludes a person who operates a system or arrangement for the transfer of securities on records of the issuer from the definition of intermediary. Where securities are issued directly on the books of a depositary as in the case of Federal Reserve Banks, would these books be considered to be records of the issuer under Article 1(4)(A)? In this situation, there appears to be overlap in the coverage of Option B Article 1(4)(a) and Article 1(5). Option B Article 1(5) provides that a person who maintains the primary record of entitlement to securities must be declared to be a securities intermediary with respect to those securities pursuant to Option B Article 1(6). It could be said that Federal Reserve Banks maintain the primary record of entitlement to all the securities issued on its books.

The declaration process contemplated by Option B Article 1(5) and 1(6) does not appear to apply to a person covered by Article 1(4)(a). This raises an ambiguity as to the effect of a declaration under Article 1(6) for a person that is covered by both Articles 1(4)(a) and 1(5), which we think, may be the case for Federal Reserve Banks. Moreover, the declaration process applicable to a person covered by Article 1(5) is very complex. It requires a declaration with respect to particular securities. It also requires a declaration by the Contracting State in which the person maintains the records. Moreover, it requires another State whose laws govern the transfer of the securities on the records of the issuer to also make a declaration. This factor is especially confusing when applied to the securities of the international organizations that issue securities through Federal Reserve Banks. These factors introduce a new undefined concept "maintains records" and a location factor "the State in which the person maintains the records" that may not be self-evident. The identification of the law governing "the transfer of the securities on the records of the issuer" in Article 1(6) seems to raise the question that the Convention is intended to answer.

ECB: Differing opinions exist as to the applicability of the draft Convention to Central Securities Depositories (CSDs) and Securities Settlement Systems (SSSs). While it could be argued that every legal or natural person that (also) maintains securities accounts for others is encompassed within the definition of intermediary, the view could also be held that CSDs and SSSs are under no circumstances to be considered intermediaries in the sense of the Convention, as they offer no depository services and / or only perform intermediary functions between the issuer and the investor (and would therefore either not fall under the definition of intermediary of Article 1(1) of the draft Convention or would be covered by the exemption contained in Article 1(4) of the draft Convention). The latter understanding would have the merit to avoid any inconsistencies between the scope of application of the insolvency provision of Article 5 of the draft Convention (encompassing certain contractual rights against the intermediary, to be governed by the law determined by the parties) and Article 8 of the Settlement Finality Directive (subjecting all rights and obligations in relation to the participation in a system to the law applicable to the system). Moreover, in relation to the same issue, if an entity would perform multiple functions (*i.e.*, being a true intermediary for some types of securities, whilst just standing between the issuer and the investor for others), it is not clear whether such entity would be excluded altogether from the scope of application of the draft Convention or whether it would be covered depending on the types of securities it would deal with. In the latter case, the applicability of the Convention might have to be checked for every single type of securities within a portfolio or held on a securities account. As a more general remark, the opt-in/opt-out regime currently envisaged in Article 1(4) and (5) of the draft Convention could in practice lead to distortions and be detrimental to the goal of creating a universal rule.

Bundesverband deutscher Banken: No changes have been made to Article 1(4), so that the reservations we expressed in our comments of 6 March 2002 continue to apply in full. Both options exclude persons who perform certain activities in connection with the administration of securities from the definition of "intermediary". The activities referred to have nothing to do with the definition of "intermediary" – as also contained in Article 1(1). Mentioning these separately in the Convention is therefore more likely to cause confusion. We should like to point out once again that the mere fact that securities are dematerialised cannot, in our view, be allowed to determine that a system which administers these dematerialised securities as book entries is not an intermediary. Instead, the term "intermediary" should apply regardless of whether securities are held in physical form (be it global certificates) or in dematerialised form. Furthermore, our understanding is that final custodians (*e.g.*, Central Securities Depositories (CSDs)) are also intermediaries.

The declaration mechanism provided for under Option B, which is designed to help the parties determine the applicable law, is not unproblematic. For one thing, ensuring that the required declarations from States are furnished as quickly as possible and that the currently valid declarations are publicly available for inspection at any time appears difficult. For another thing, a declaration mechanism means that the parties would have to continuously monitor the current status of the declarations. Generally speaking, the more exemptions that are made, the more difficult it will be to determine the applicable law and the more the purpose of the Convention, *i.e.*, making it easier to determine the applicable law, will be jeopardised. We therefore urgently request clarification as to whether exemptions are actually needed in the first place. Should they be essential, their number should be kept as small as possible.

The comments that have been submitted on the preliminary draft Convention have also raised a question about how the following is to be understood: Page 12 of the Finnish comments states ". . . that the Nordic CSDs are in principle intermediaries when they maintain securities accounts "directly" for the account holder . . .". We would understand this to mean that Nordic CSDs are also intermediaries if there is a direct link to another CSD or if, for example, a German bank (for itself and its clients) places securities in safe custody directly with the Swedish CSD or via a Swedish subcustodian. This would have to apply irrespective of whether or not the securities are dematerialised.

Article 2(1)(a)/2(1)(b)

United States of America: Article 2(1)(a) speaks to the legal characterization of the credit but not the legal nature and effects of the credit (which are addressed in part in 2(1)(b)); these should be covered by the applicable law under the Convention. This omission can be addressed by adding the following language to the beginning of Article 2(1)(a):

"the legal nature and effects against the intermediary and against third parties of the credit of securities to a securities account, including whether the rights resulting from the credit of securities to a securities account are property, contract, or other rights."

A corresponding change to Article 2(1)(b) is necessary to make the subsections completely parallel, adding "against the intermediary and " before "against third parties."

Article 2(1)(e)

United States of America: Article 2(1)(e), change "a person" to "another person" and "a competing" to "an."

Article 2(1)(g)

United States of America: Article 2(1)(g), add "or transfer of title by way of security" after "security interest in."

Article 2(2)(b)

United States of America: Article 2(2)(b) should begin with "Subject to paragraph 1, the contractual . . ." The Convention's choice of law rules exclude contractual rights and duties that do not involve the legal nature and effects of crediting and effecting dispositions of securities.

Article 4(1) – "timing issue"

Belgium: Delete the brackets.

Sweden:[4] We thank you for including the time issue in the draft of the article. As we see it there are still some time issues to be solved. When deciding the relevant time the decisive fact should be the time when the disposition in question was made. This is also in line with the general interpretation of the *lex rei sitae* rule (the place of the securities when the actual disposition was made). In our opinion it is crucial to clarify explicitly what is the relevant time that determines the applicable law.

United States of America: We would delete the parenthetical because it is open to multiple interpretations and we do not find it generally helpful. The parenthetical could be read to modify either "law" or "State of the place of the relevant intermediary." One interpretation is that the applicable law is determined at the time of the disposition; another interpretation is that applicable law is determined at the time of the priority dispute or litigation, the implication being that the applicable law could change between a disposition and a later priority dispute; a third interpretation is, having determined the law applicable under the Convention, one applies the substantive law that was in effect at the time of a particular event even though at the time of examination of that event the law has changed; yet another interpretation is that, having determined the applicable law under the Convention, one applies the current substantive law of that State.

ISDA: We note that in Preliminary Document No 13, you have eliminated the bracketed language that appeared in Article 4(1) of the April draft Convention, namely, "[at the time of the event giving rise to the relevant issue.]" In case that wording makes a reappearance at some later stage, we wish to note that, while we sympathise with the concern of some commentators that led to its inclusion in the April draft Convention, we are not in favour of its retention. It is generally agreed that a court should not determine the law applicable to an issue specified in Article 2(1) at the time the court is considering the issue, but instead the court should make the relevant determination at the time it would according to its own domestic principles. It does not seem unreasonable to leave this issue to the court to decide, as it would normally do in any case where it is required to apply a choice of law rule. On the other hand, the inclusion of the proposed words might, in some cases, lead to a result inconsistent with the result the court would otherwise reach applying its normal rules. There are broadly two concerns. One is that under a court's normal rules, the relevant time might be determined according to a local mandatory policy that requires the law to be determined as of a time falling before or after the relevant "event". For example, the local policy might require the applicable law be determined as of the opening of an insolvency proceeding or the making of a liquidation order. The other more compelling concern is that the word "event" in the proposed bracketed language is potentially ambiguous. The situation giving rise to the question referred to in Article 2(1) may be composed of a number of events. A single event may be composed of different stages, occurring at different times (a disposition, for example, being composed of one or more instructions and corresponding debits and credits at different stages in the chain from the transferor to its intermediary to the transferee's account with its own intermediary). For example, in a priority dispute falling within Article 2(1)(d) between two secured parties claiming an interest in the same collateral, the question arises whether the relevant event in the priority dispute is the creation (or attachment) of the second secured party's security interest or its subsequent perfection. A court in attempting to interpret the Convention might feel constrained to reach a result inconsistent with its normal rules for determination of the relevant time. This could lead to uncertainty, inconsistent with one of the primary objectives of the proposed Convention. Accordingly, we would recommend that the proposed bracketed language not be included in Article 4(1),

[4] The comments in this paper are made with a note taken to the competence that might fall to the European Union.

but that instead clear guidance be given in the official Explanatory Report accompanying the proposed Convention that Article 4(1) is not intended (a) to displace a court's normal rules for determining the time at which the applicable law is to be determined or (b) to require that the court make that determination as of the time it is considering the issue.

Bundesverband deutscher Banken: A provision covering the moment in time relevant for the determination of the applicable law was inserted in the version of Article 4(1) contained in Preliminary Document No 10. Such a provision is necessary and therefore to be welcomed. Its specific wording could, however, cause misunderstandings as regards which event is meant in the phrase "at the time of the event giving rise to that issue" and which part of the sentence this phrase is supposed to refer to. We assume that the event referred to is the respective disposition and not any legal dispute that may arise later, for example. We also assume that, when determining the relevant time in this connection, reference is made to the law applicable to the disposition at a given moment. Clarification to this effect might be helpful.

Article 4(2) – primary connecting factor

Belgium: As indicated previously, we are in favour of Article 4 as it stands which received large support during the last meeting of the Special Commission in January 2002 when this issue was discussed for the last time by the plenary Group. In this context, we do understand neither the rationale nor the usefulness of accumulating the number of alternatives at this stage of the work process at the eve of the finalisation of a draft that should be then discussed by a Diplomatic Session during the fall of this year. We welcome of course any tentative to reach a consensus among the various delegations and we are confident that such alternative proposals have been made in view of various contacts and regional workshops in order to move forward. We do not believe however that variations of the same idea may lead to such result especially in the course of a written procedure with delegations that do not know the positions of the others. We will therefore not comment on the two alternatives of Article 4 attached to the April 2002 preliminary draft. If however it would appear from the current consultation process that an alternative is required, then we would rather support any proposal that would avoid an Article 4 based on the agreement of the parties counterweighted by objectivity tests themselves mitigated by the combination of complicated "black" and "white" lists, even though we fully recognize that the issue is delicate and that we must avoid any oversimplification. Bearing this consideration in mind, we believe that any new alternative, if it would appear that we need one, should tend to confirm what will be in our view the most encountered situations, meaning the stipulation of an agreement, explicitly or implicitly (with some exemplative criteria in this respect), relating to where the securities account in question will be maintained or held, without reference to any additional conditions, nor to any "lists". The following proposal should be read in conjunction with Article 17 *bis* relating to the protection of pre-existing custody agreements.

That State is the State agreed by the account holder and the relevant intermediary as the State in which the securities account is maintained.~~, provided that at the time of the agreement the relevant intermediary has an office within that State engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts, whether alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary, in that or another State.~~

See also the proposal under 4(3).

Canada: Dans le Document préliminaire No 10, l'effet conjugué de l'article 4, paragraphe 2 et de l'approche limitative adoptée au sujet de la liste blanche a pour effet de revenir à l'« option Z » de l'article 4 du Document préliminaire No 7 de décembre 2001, qui exigeait que le compte soit « en fait » tenu dans l'établissement convenu. La section « Introduction : l'objet de la liste blanche » sous « Commentaire » rapporte incorrectement le contexte de la « disposition fondamentale de la Convention, à savoir, l'article 4, paragraphe 2 ». Comme l'a souligné la délégation canadienne dans ses commentaires sur le projet de février, l'article 4, paragraphe 2 représente un compromis. Étant donné que le lieu de tenue du compte est utilisé à titre de critère de réalité, l'article 4, paragraphe 2 ne représente plus le PRIMA, tel que décrit dans le Document préliminaire No 1. Il s'agit maintenant du « lieu où l'intermédiaire pertinent tient le compte ». Plutôt que d'examiner les titres sous-jacents, l'article 4, paragraphe 2 exige des participants du marché qu'ils examinent les pratiques de tenue de compte de l'intermédiaire. Dans le Document préliminaire No 10, le compromis entre les Etats qui exigent le critère de réalité et ceux qui exigent une interprétation plus large de la tenue de compte n'existe plus. On fait référence à cette situation lorsqu'on mentionne dans le commentaire que l'objet de la liste blanche est « d'expliciter » l'article 4, paragraphe 2 en identifiant les fonctions fondamentales relatives à l'activité de tenue d'un compte. En d'autres termes, ce commentaire stipule que les éléments tels que les fonctions générales ne devraient pas être incluses. Nous sommes en désaccord avec ce point de vue car il nous ramène directement à la question que nous voulions tous éviter : à quel endroit un compte est-il « réellement » situé ? Notre compréhension étant que les membres de la Commission spéciale se sont entendus pour dire qu'il était impossible de répondre à cette question. Par conséquent, la Convention ne devrait pas tenter d'élaborer une liste blanche de ce qui peut être considéré comme étant de la tenue d'un compte et devrait exclure des activités de cette liste puisque leur lien avec la tenue d'un compte n'est pas suffisamment « direct ».

In Preliminary Document No 10, the combined effect of 4(2) and the restrictive approach to the white list was, in effect, to revert to "Option Z" in relation to Article 4 in Preliminary Document No 7 in December 2001, which required that the account "in fact" be maintained at the agreed-upon office. The "Comment" under "Introduction: the purpose of the white list" misstates the background to the "core provision of the Convention, *i.e.*, Article 4(2)". As the Canadian delegation pointed out in its comments on the February draft, Article 4(2) reflects a compromise. By using the location of the maintenance of the account as a reality test, Article 4(2) is no longer PRIMA as described in Preliminary Document No 1. It has become the "Place where the Relevant Intermediary Maintains the Account". Instead of looking through to the underlying securities, Article 4(2) requires market participants to look through to the intermediary's account maintenance practices. In Preliminary Document No 10, the compromise between those jurisdictions who need the reality test and those who need a broad interpretation of account maintenance has been lost. This is reflected in the comment stating that the purpose of the white list is to "clarify" 4(2) by identifying the core functions relating to the activity of maintaining an account. It says that things like general overhead functions should not be included. We disagree with that position because it takes us right back to the question we all agreed to avoid: where is an account

"really" located? Our understanding is that the Special Commission had reached a consensus that it was impossible to answer that question. In light of that, the Convention should not attempt to construct a white list of what constitutes maintenance of an account, and keep some activities off that list because their relationship to account maintenance is not sufficiently "direct".

ECB: There are questions on the correct interpretation of Article 4(2) of the draft Convention. It may be argued from the wording that the provision has to be understood in such a manner that the choice of the parties (*i.e.*, the account holder and its intermediary) as to the place on where the account is deemed to be maintained is valid, irrespective of whether the parties actually have complied with the agreement or not and whether the account is ("actually") maintained at a completely different place. The provision could also be read in a way that, in a case where the account were not to be maintained at the place agreed between parties, such agreement would be considered a "sham" and would not be considered to be valid and enforceable under national law. Given the fact that, generally, the draft Convention is considered as a refinement and evolution of the principle of Article 9(2) of the Settlement Finality Directive and Article 9 of the draft Collateral Directive, the latter interpretation would be in line with these Community legal acts. Consequently, such interpretation would be favoured by the ECB.

Article 4(2) – "timing issue"

United States of America: The added clause "at the time of the agreement" would preserve the choice of applicable law if, for example, after the parties have selected the law of a State in their agreement, the relevant intermediary closes all of its offices in that State engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts, and the parties do not amend their agreement. This protects parties that have appropriately relied on the choice of law in the agreement in perfecting dispositions. On the other hand, where the reference to the location of the account in the agreement has changed, parties will need to determine at the time of a disposition whether the relevant intermediary previously had an office in the previously referenced State which was subsequently closed, in determining whether there are perfected priority dispositions. This presents some burden, but we have no objection to striking the balance in this way.

Article 4(3)

Belgium: Proposal for paragraph 3:

"The agreement referred to in the preceding paragraph must be express or, if not express, implied from the terms of the contract considered as a whole, in particular, but not by way of limitation, by reference to any provisions or factors referring to the place where entries to a securities account by the intermediary are made or managed, or where position monitoring of securities accounts is operated [other criteria may be added if needed]."

Article 4(4)

Belgium: (4) If the State of the place of the relevant intermediary cannot be determined under paragraph 2, that State is –

(a) if the relevant intermediary is incorporated, the State under whose law it is incorporated;

(b) if the relevant intermediary is an unincorporated body, the State under whose law it is organised; or

(c) in any other case, the State in which the relevant intermediary has its place of business or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business.

This is the previous wording of Article 4(4). This previous text (on which there was unanimous consent) seems preferable because the result of the merger made in the current 4(4) leads to a legally incorrect provision. The word "incorporated" refers to the State under whose law the intermediary grants its legal personality. On the other hand, the word "organised" refers to the *lex societatis* which could differ from the law under which a legal person is incorporated. This raises the well-known issue of the (voluntary or involuntary) transfer of a company seat, which could lead to very difficult legal issues due to the coexistence of the real-seat theory and of the incorporation theory. For these reasons, regarding the intermediary being incorporated, we are of the opinion that we should refer distinctively to the "State under whose law it is incorporated".

Article 4 bis – "white list"

(see also the comments under "New Proposal for Article 4 and 4 *bis*")

Belgium: In our view, under the new proposal above (see the Belgian comments under "4(2) (Prel. Doc. No 10): primary connecting factor"), the current Articles 4 *bis* and 4 *ter* may now be discussed in the Explanatory Report. Against this background, we suggest to delete 4 *bis*.

In any event, we are opposed to letter (f), as this criteria may not be applicable everywhere and may also lead to inappropriate results in certain types of securities accounts schemes.

Regarding the comments appearing in the Annex to Preliminary Document No 10 under sub-paragraph (b), we do not understand the reference to underlying securities at the end of the second paragraph.

Luxembourg: The Luxembourg Ministry of Justice strongly favours the white list proposed by the Permanent Bureau in Appendix 1. There seems, however, to be quite a fundamental mismatch between the French and the English version of the proposal. Whilst the English text refers to an open list ("but not by way of limitation") the French text comprises a closed list. The Luxembourg Ministry of Justice favours a closed list. The initial and most important goal of the Convention is to provide legal certainty in an area of law where today there is legal uncertainty. Only a closed list can achieve legal certainty. An open list, the aim of which seems to be to allow for "flexibility", would in reality reintroduce almost full contractual freedom, which Article 4(2), through its reality test, aims to avoid. It seems to us fundamental that the focus only be on "*ex ante* legal certainty" and that such goal not be jeopardised or used for other purposes such as a questionably necessary flexibility. As to the details of the text proposed by the Permanent Bureau in Appendix 1, it is suggested to delete in sub-item (a) the term "or monitored" to simplify the text.

Sub-item (c) should be deleted as account holder support functions are typically carried out through representative offices. Although we are very sympathetic to the idea expressed in sub-item (d), such item cannot be considered

as an "activity" as set out in the introductory paragraph. The text may have to be reworded to account for this.

Sweden:[5] As you know we were in our last paper generally opposed to the idea of having a white list. However we can now support sub-paragraph (a) and (b) of the white list.

Switzerland: In regard to the various possible versions of that Article, we clearly favour the broader list on pages 258-259 of the April 2002 preliminary draft. Even though the list is not exhaustive, we should avoid creating the impression that the language "office engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts" is meant narrowly, leaving little room within which the parties may choose the applicable law. Otherwise the introduction of a party agreement on this score will be largely illusory and impose upon the industry the unnecessary cost of changing documents to include a party agreement that has virtually no practical effect.

United States of America: Based on our meetings with market participants, there seems to be a consensus that having the white list as a non-exclusive safe harbor in the text of the Convention is extremely important. In addition, there seemed to be a consensus that it could be drafted in a comprehensive way with only a few items. We are generally supportive of the proposal introduced by the Secretariat in Appendix 1 of the April draft with some minor changes. Some have suggested that the actual handling or making of entries to securities accounts is an important function that should be encompassed in (a). It would be helpful for the text or commentary to include that. Those with an understanding of the French language believe that the concept is expressed in the French language version. We suggest that the word "and" between management and administration in item (b) be changed to "or." The word "and" suggests that management and administration, to the extent that they are separate and distinguishable, must both occur at the office. This strikes us as an overly technical and specific reading of those terms which reading does not appear warranted in a treaty text. It may be appropriate to include (c) if (a) and (b) do not already cover the functions described therein. We think they are covered. We have no preference for item (d) but do not object to its inclusion because it has the support of several delegations. We prefer that the purpose of the white list not be described as to "clarify the content of the proviso." In our view the proviso does not require clarification. The purpose of the white list is to provide comfort to market participants that certain activities do in fact constitute being engaged in a business or regular activity of maintaining securities accounts, thus achieving a high level of *ex ante* predictability.

ECB: We understand that the drafting process with regard to the so called "white-list" contained in Article 4 *bis* of the draft Convention has not yet reached its final stages, therefore the comments will be more of a general nature. The ECB would favour (as a principle) a short and exhaustive list in Article 4 *bis*, as this would limit the possibility of alternative choices, and therefore increase *ex ante* certainty considerably. In particular, it would decrease the necessity for due diligence or legal opinions as to which functions are performed by a given intermediary and at which places. From that perspective, the efforts undertaken by the Sub-Committee are a step into the right direction although still compromised by the fact that the list is non-exhaustive.

Article 4 ter – "black list"

Belgium: In our view, under the new proposal above (see the Belgian comments under "4(2) (Prel. Doc. No 10): primary connecting factor"), the current Articles 4 *bis* and 4 *ter* may now be discussed in the Explanatory Report. Against this background, we suggest to delete 4 *ter*.

Sweden:[6] We are in favour of keeping the black list.

United States of America: We continue to believe that the "black list" is also an extremely important part of the Convention text. It eliminates, once and for all, the "look through" approach or the notion that a securities account can be located by reference to the location at which some particular set of the administrative or clerical functions is carried out. That has always been the point of the so-called "black list" of factors that do not determine the applicable law. This point is so fundamental to the Convention, and it may be such a sharp break from prior law in some jurisdictions, that we believe it is important to state the point explicitly.

New Proposal for Articles 4 and 4 bis, including "white list" and "black list" (Prel. Doc. No 13)

Canada: En règle générale, la nouvelle version des articles 4 et 4 *bis* qui se trouve dans le Document préliminaire No 13 constitue une amélioration par rapport à celle du Document préliminaire No 10.

La délégation canadienne est fortement en faveur de la suppression du texte entre crochets dans le chapeau de l'article 4, paragraphe 1. Nous sommes tout à fait d'accord avec les commentaires faits au paragraphe 2 des notes explicatives, mais nous remarquons que le texte de l'article 4 ne reflète toujours pas ces commentaires. Voici les éléments clés de ces commentaires : Le critère de réalité ne permet pas de s'assurer que le lieu convenu est effectivement le lieu où le compte sera tenu. Dans les notes explicatives, on reconnaît « la difficulté de localiser avec précision un compte dans un lieu donné », et c'est le moins qu'on puisse dire. Il devrait être reconnu explicitement que dans certaines circonstances, il est impossible de localiser un compte à l'aide de mesures objectives. Dans les notes explicatives, on suggère que « cette disposition ne se concentre plus sur la notion de lieu de tenue du compte, mais fasse plutôt référence au lien existant entre l'intermédiaire pertinent et l'Etat choisi ». Ce commentaire est tout à fait indiqué et il constitue l'essence du PRIMA. Tant que le critère de réalité se limite à évaluer « le lieu où le compte est tenu », le principe PRIMA n'est pas appliqué. Le point le plus important n'est pas indiqué dans les notes explicatives mais il découle inévitablement des points précédents, à savoir, le critère de réalité doit tenir compte des liens entre l'intermédiaire pertinent et l'État qui ne se rapportent pas à la tenue d'un compte. Le vrai défi auquel doit faire face le critère de réalité de la Convention sont les intermédiaires innovateurs ou non conventionnels, tels que ceux qui offrent leurs services aux clients par téléphone ou sur Internet. Au Canada, nous avons déjà des intermédiaires qui font affaire avec des sous-traitants pour toutes leurs activités post-marché et nous prévoyons que cette pratique prendra de l'impor-

[5] The comments in this paper are made with a note taken to the competence that might fall to the European Union.

[6] The comments in this paper are made with a note taken to the competence that might fall to the European Union.

tance, particulièrement à mesure que nous nous rapprocherons d'un règlement T + 1. Même si de tels intermédiaires auront certainement un établissement au Canada (c-à-d., une présence juridique et physique au Canada), cet établissement agira souvent, tout au plus, comme un conduit vers un tiers qui exécutera les ordres et toutes les tâches qui sont normalement liées à la tenue d'un compte, notamment l'envoi des états de compte. Ce tiers, et toutes ses opérations, peuvent se trouver dans un Etat étranger.

Prenons l'exemple d'un intermédiaire dont le principal établissement est situé au Canada (Alberta). Nos exigences d'enregistrement comprennent une élection de domicile aux fins de signification en Alberta et une attribution formelle de la compétence aux tribunaux de l'Alberta. Imaginez maintenant que cet intermédiaire offre ses services sur Internet à des clients de l'Alberta et que tous les services post-marché sont rendus par un tiers dont les opérations sont effectuées aux Etats-Unis et qui est incorporé aux Etats-Unis. L'intermédiaire et ses clients de l'Alberta peuvent-ils convenir de façon valable que le PRIMA est l'Alberta ? À notre avis, la Convention doit permettre ce raisonnement.

Il est important de reconnaître quelques-uns des facteurs pratiques de cet exemple. Tout d'abord, les activités et les opérations réelles liées au compte sont inconnues du client. Du point de vue du client, il fait simplement affaire avec un intermédiaire qui est inscrit auprès de, et réglementé par son organisme de réglementation du commerce des valeurs mobilières local. De plus, pour bon nombre de clients, l'application des lois locales est nécessaire pour leur permettre d'utiliser leur compte comme une garantie auprès de leurs prêteurs locaux. Si la Convention invalide le consensus selon lequel le PRIMA est l'Alberta et force l'application des lois américaines, cela pourrait fort bien forcer l'intermédiaire à se retirer des affaires en Alberta, étant donné que bon nombre de clients choisiront de faire affaire avec un autre intermédiaire auquel les lois de l'Alberta s'appliquent. Une partie de la justification exprimée dans le Document préliminaire No 10 pour l'application d'une liste blanche limitative était de s'assurer que les conservateurs n'affectent pas de manière arbitraire et abusive les comptes de titres à tout Etat de leur choix. Dans l'exemple que nous avons présenté, nous insistons sur le fait que l'Alberta n'est pas un choix arbitraire ou abusif. L'intermédiaire a un lien réel avec l'Alberta même si, à vrai dire, les activités de tenue de compte n'y sont pas effectuées. Nous croyons que la Convention ne devrait pas imposer une seule façon d'évaluer les ententes abusives et arbitraires entre les intermédiaires et les clients en ce qui concerne les lois qui s'appliquent à un compte. Cette façon de faire comporte deux problèmes de fond :

1) Une seule détermination de ce qui est abusif ou arbitraire sera inévitablement insatisfaisante pour certains Etats. Elle le serait du point de vue du Canada parce qu'elle aurait comme conséquence de limiter la compétition entre les intermédiaires qui sont en affaires au Canada. Bien que nous respections entièrement les droits et les opinions des autres Etats qui choisissent de limiter la compétition entre les intermédiaires qui y font affaire, le Canada devrait pouvoir prendre ses propres décisions à ce sujet.

2) Une convention visant à déterminer la loi applicable n'a pas pour objet de réglementer le comportement des intermédiaires ou de dicter de quelle façon ils doivent organiser leurs opérations post-marché ou leurs relations commerciales avec leurs clients. Cette responsabilité revient à chacun des Etats. Chaque Etat devrait être libre de décider si des lois locales doivent être adoptées pour réglementer les ententes de loi applicable conclues entre des intermédiaires et des clients dans cet Etat ou la façon d'adopter de telles lois. La décision de chaque Etat devrait reposer sur sa propre évaluation des circonstances locales, notamment des considérations complexes relatives à la compétitivité des intermédiaires et la protection des clients locaux. Nous sommes d'avis que rien ne justifie la suppression de cette autonomie de réglementation locale par la Convention. Selon notre interprétation de l'article 4 du Document préliminaire No 13, la Convention invaliderait le choix des parties et imposerait les lois américaines dans le cas de l'exemple donné précédemment. Pour les raisons exposées plus tôt, nous considérons que ce résultat n'est pas approprié et que la Convention doit être révisée pour soutenir le choix des parties dans des situations similaires. Nous suggérons qu'une élection de domicile aux fins de signification dans l'État puisse être reconnue par la liste blanche comme un lien suffisant avec l'Etat choisi par entente.

Question supplémentaire

Aux termes de l'article 4 du Document préliminaire No 13, l'utilisation d'un numéro de compte spécial l'identifiant comme un compte de l'Alberta serait-elle suffisante lorsqu'il est clair que l'établissement albertain de l'intermédiaire n'est responsable d'aucune activité qui peut être interprétée comme une activité de tenue de comptes de titres ?

Article 4, paragraphe 1, alinéa (e)

La délégation canadienne réitère sa position, à savoir que le critère de réalité doit prendre en compte les liens entre l'intermédiaire pertinent et l'Etat choisi qui ne correspondent pas à la tenue d'un compte. Sous réserve de ce qui précède, la délégation canadienne est vigoureusement en faveur de conserver le texte entre crochets de l'article 4, paragraphe 1, alinéa (e) qui se trouve dans le Document préliminaire No 13.

Rattachement subsidiaire

La délégation canadienne estime que la seconde liste noire de l'article 4 *bis*, paragraphe 2 du Document préliminaire No 13 devrait s'appliquer à l'ensemble de la Convention et non seulement à l'article 4 *bis*, paragraphe 1.

Generally, this new draft Article 4 and 4 *bis* found in Preliminary Document No 13 is an improvement in comparison with Preliminary Document No 10. The Canadian delegation would strongly support the deletion of the text in square brackets in the chapeau of Article 4(1). We strongly agree with the comments made in paragraph 2 of the Explanatory Notes, but note that those comments are not yet reflected in the text of Article 4. The key elements of those comments are that:

The reality test does not ensure that the place agreed is in fact the place where the account will be maintained. The Explanatory Note acknowledges "the difficulties in locating an account at one place with precision", but that is an understatement. It should be explicitly acknowledged that there are circumstances where it is impossible to locate an account by objective measures. The Explanatory Note suggests that "the provision should no longer focus on the concept of the place of the maintenance of an account, but rather on the connection between the relevant intermediary and the State chosen". That is correct, and it is the essence of PRIMA. As long as the reality test is limited to testing "where the account is maintained", it is not PRIMA. The most important point is not stated in the Explanatory Note, but follows inevitably from the preceding points – the reality test must accept connections between the relevant intermediary and the State chosen that do not relate to the maintenance of an account. The real challenge for the Convention's reality test is in dealing with innovative or unconventional intermediaries, such as those who offer services to customers by telephone or through the Internet. In Canada, we already have intermediaries who contract out all their back office activities and we anticipate that this practice will increase, especially as we move towards T + 1 settlement. Although such intermediaries

will certainly have a Canadian office (*i.e.*, a legal and physical presence in Canada) that office will often act, at most, as a conduit to a 3rd party who will execute orders and do everything normally associated with account maintenance, including the sending of account statements. The 3rd party, and all of the 3rd party's operations, may be located in a foreign jurisdiction.

Consider an example where such an intermediary is registered in Canada (Alberta). Our registration requirements include a legal address for service in Alberta and a formal attornment to the jurisdiction of Alberta's courts. Assume that the intermediary offers its services through the Internet to Alberta customers and that all back office services are performed by a 3rd party whose operations are located in the United States and who is incorporated in the United States. Can the intermediary and its Alberta customers validly agree that PRIMA is Alberta? In our view, the Convention must allow this.

It is important to recognize some of the practical factors in this example. First, the actual account maintenance activities and operations are invisible to the customer. From the customer's perspective, they are simply dealing with an intermediary who is registered and regulated by their local securities regulator. Second, many customers need their local law to apply because it facilitates them using their account as collateral with local lenders. If the Convention invalidates the agreement that PRIMA is Alberta, and forces the application of United States law, that fact may well put the intermediary out of business in Alberta, because many customers will choose to deal with another intermediary who can offer Alberta law. Part of the rationale expressed in Preliminary Document No 10 for a restrictive white list was to ensure that it would not allow arbitrary or abusive allocations by custodians to whatever jurisdiction they choose. We emphasize that, in the example we have presented, Alberta is not an arbitrary or abusive choice of jurisdiction. The intermediary has a real connection to Alberta even though, strictly speaking, it does not conduct account maintenance activities there. We suggest that it would be an error for the Convention to, in effect, impose a single view of what is an abusive or arbitrary agreement between intermediaries and customers regarding the law applicable to an account. There are two fundamental problems with this:

1) The single view of what is abusive or arbitrary will inevitably be the wrong view for some jurisdictions. It is wrong from the Canadian perspective because it will restrict competition among intermediaries who do business in Canada. While we fully respect the rights and views of other jurisdictions who may choose to restrict competition among intermediaries who do business there, Canada should have the right to makes its own decisions in this regard.

2) It is not the function of a choice-of-law Convention to regulate the behavior of intermediaries, or to dictate how they arrange their back office operations or commercial relationships with their customers. Those are the responsibility of individual jurisdictions. Each jurisdiction should be free to decide whether or how to implement local laws to regulate the choice-of-law agreements made between intermediaries and customers in that jurisdiction. Each jurisdiction's decision should be based on their own assessment of local circumstances, including complex considerations regarding the competitiveness of intermediaries and the protection of local customers. We see no justification for the Convention to override this local regulatory autonomy.

Our interpretation of Article 4 in Preliminary Document No 13 suggests that, in the example we have presented, the Convention would invalidate the parties' choice and impose United States law. For the reasons explained above, we suggest that this is the wrong result, and that the Convention must be revised to support the choice of the parties in similar situations. We suggest that the white list recognize having a legal address for service in the jurisdiction as a sufficient connection with the State chosen by agreement.

Additional question

Under Article 4 in Preliminary Document No 13, would the use of a special account number designating the account as an Alberta account be sufficient when it is clear that the Alberta office of the intermediary does nothing that could be construed as maintaining securities accounts?

Sub-paragraph 4(1)(e)

The Canadian delegation reiterates its position that the reality test must accept connections between the relevant intermediary and the State chosen that do not relate to the maintenance of an account. Subject to that, the Canadian delegation strongly supports the retention of the words in brackets in sub-paragraph 4(1)(e) found in Preliminary Document No 13.

Fall-back rule

The Canadian delegation is of the view that the second black list in Article 4 *bis*(2) of Preliminary Document No 13 should apply to the whole of the Convention and not only to paragraph 4 *bis*(1).

Denmark: The Danish Government supports the principles in the proposal for a new Article 4, which were suggested by the Bureau in Preliminary Document No 13. With respect to the text in brackets in Article 4(1) of the proposal, the Danish Government supports a deletion of those words for the reasons stated in Preliminary Document No 11. The Danish Government supports having the white list included in Article 4 instead of in a separate article, provided there is strong support by other States to have a white list at all. However, with respect to the reality test factors listed in the suggested white list, Denmark has not yet decided whether to support the current wording or whether changes would be preferable. With regard to the "second" black list in new Article 4 *bis*, paragraph 2, the Danish Government finds that reference should be made to all the rules of the Convention and not just Article 4 *bis*, paragraph 1, as it is important that the black list also excludes taking into account the listed factors when deciding the applicable law under Article 4(1).

Finland: We shall concentrate here on the new proposals for Articles 4 and 4 *bis* in Preliminary Document No 13. The previous language for those Articles in Preliminary Document No 10 is referred to as the "original". As we have previously stated, we understand symbolic importance of emphasizing the PRIMA in the original Article 4, paragraph 1. The substantial provisions are, however, in the following paragraphs. Therefore, we support the Permanent Bureau's suggestion for deleting the original paragraph 1. Concerning the material contents of the new paragraph 1, we support the Permanent Bureau's suggestion. We support also deleting the bracketed language in the chapeau of paragraph 1. The connection between the intermediary and the "reality test" is now direct and simple ("an office in that State"). We support also the idea of reforming the reality test with elements of the "white list". As such, we prefer the abridged language in Appendix of Preliminary Document No 10 to the language of Article 4 in the Preliminary Document itself. So, we support the language in the new Article 4, paragraph 1, except sub-paragraph (b) which is unclear and sub-paragraph (d) which we prefer to be deleted. We would like to have an explanation of what is meant by expression "corporate events" in sub-paragraph (b). As we said in the Special Commission in January 2002, we see a reference to an

account code or bank number in sub-paragraph (d) arbitrary. The code does not prove in any way that the intermediary is regularly engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts in a particular office of even a particular State. We support so the comments presented by the Permanent Bureau in the Appendix of Preliminary Document No 10. It is, however, problematic to leave the crucial requirement of *business-nature and regularity* of the intermediary's activity only to a reference in sub-paragraph (e) of paragraph 1. Also the activities referred to in sub-paragraphs (a)-(d) must be business-connected/regular by nature. The reference to regular engagement in a business or other regular activity of maintaining securities accounts should be in *the chapeau* of paragraph 1, as it is in paragraph 2, so that it covers also sub-paragraphs (a)-(d). Concerning the bracketed language in sub-paragraph (e), we prefer deleting the bracketed language. The office in question must be engaged in a business of maintaining securities accounts, as defined in sub-paragraphs (a)-(e). We strongly support the idea of separating the "first black list" in the new Article 4, paragraph 2 from the "second black list" in the fall-back rule in the new Article 4 *bis*, paragraph 2. The first black list strengthens the relevance of the reality test. Its exact contents must be, however, carefully considered. What are, *e.g.*, the filing rooms in sub-paragraph (c)? Does the expression refer to vaults where immaterialised securities are held by a CSD? According to Preliminary Document No 9, it seems to be a general opinion that CSDs and ICSDs must be included to the Convention, and in many legal systems they keep the paper-form securities in their vaults. It must be made clear that the intent of this sub-paragraph is not to leave them outside the scope of the Convention. The "second black list" of paragraph 2 lists elements which have nothing to do with the law of the intermediary. The new Article 4 determines the freedom on contract between the account holder and the intermediary and sets limits, connected to the offices of the intermediary, to that freedom. Paragraph 1 of the new Article 4 *bis* determines the applicable law if the account holder and the intermediary have failed making a contract satisfying the requirements of Article 4. Paragraph 2 of Article 4 *bis* lists facts that have no relevance for determining the applicable law, either according to Article 4 or Article 4 *bis*. So, we prefer deleting the whole paragraph. It is not necessary to give an example list of factors that are totally irrelevant for a *judge* determining applicable law. On the other hand, nothing prevents taking those factors into account when the intermediary and the account holder agree on applicable law in accordance with Article 4, of course on the condition that the requirements set out in Article 4, paragraph 1, are fulfilled.

France: La structure actuelle de la règle de conflit de lois proposée par la version remaniée de l'article 4 est la suivante : autonomie de la volonté sous réserve que le choix se porte sur la loi d'un Etat dans lequel l'intermédiaire a un établissement qui se livre à certaines activités (a) ou (b) ou (c) ou (e) ou qu'un numéro de compte ou un code bancaire puisse rattacher le compte à l'établissement. La délégation française se félicite que le rôle imparti à la volonté des parties soit ainsi rehaussé à sa juste mesure. A première vue, la fiction de localisation du lieu de tenue de compte, qui subsiste entre crochets dans le chapeau du paragraphe 1, perd une grande partie de sa raison d'être, alourdit la lecture du texte et fait double emploi avec les critères qui limitent désormais le choix des parties. Cependant, il convient de s'attacher au sens de ce passage entre crochets. La raison d'être de cette fiction de localisation est très certainement de limiter le choix des parties à la loi de l'Etat où le compte est *réellement* tenu. Il serait peut-être possible de proposer la suppression du passage entre crochets mais en modifiant la version remaniée de l'article 4, paragraphe 1 comme suit :

« La loi applicable à toute question mentionnée à l'article 2, paragraphe premier, est la loi de l'Etat où est réellement tenu le compte de titres. Cette loi est la loi de l'Etat convenu entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent, à condition que l'intermédiaire pertinent ait, au moment de la conclusion de la convention un établissement dans cet Etat, et que, soit, . . . »

Dans sa note explicative, le Bureau Permanent propose que la règle PRIMA figure dorénavant dans le Préambule de l'avant-projet. A ce stade des travaux, il apparaît opportun de maintenir une référence à la règle PRIMA. Pour les Etats membres de l'Union européenne, il faut rappeler que la Directive « contrat de garantie financière » fixe, pour les opérations qu'elle vise, le principe PRIMA sans toutefois en donner les critères opérationnels et fait à cet égard référence aux travaux en cours au sein de la CODIP. L'absence de référence à PRIMA dans l'avant-projet de Convention pourrait ainsi conduire à des crispations lors de l'élaboration du mandat de la Commission. L'ancienne liste blanche qui figurait dans une disposition distincte (article 4 *bis* original) fait maintenant corps avec la règle de conflit de lois principale ce qui rend beaucoup plus claire la lecture du texte. On peut toutefois s'interroger sur la pertinence de l'activité énumérée au sous-paragraphe (c), cette disposition figurant par ailleurs entre crochets. Dans l'hypothèse où les services d'assistance (notion qu'il est extrêmement difficile de définir) seraient fournis à distance par voie téléphonique, n'y aurait-il pas une certaine incompatibilité avec le sous-paragraphe (b) du paragraphe 2 ? La nouveauté réside dans le sous-paragraphe (e). Cette disposition admet que l'exercice par l'établissement d'autres activités que celles énumérées aux sous-paragraphes précédents permet de qualifier le choix des parties au titre de l'article 4, paragraphe 1. Certaines activités qui ne sont pas encore identifiées comme relevant de la tenue de compte pourront donc être prises en compte afin de compléter l'article 4, paragraphe 1. Un éclaircissement quant au type d'activité d'ores et déjà envisageable comme activité de tenue de compte devra être demandé au Secrétariat. Il faut en effet éviter que l'article 4, paragraphe 1(e), fasse double emploi avec les dispositions précédentes de l'article 4, paragraphe 1, en particulier le sous-paragraphe (a). Il apparaît également indispensable de compléter la liste noire de l'article 4, paragraphe 2. Certaines activités identifiées préalablement comme ne constituant en aucun cas des activités de tenue de compte à titre professionnel doivent figurer dans cette liste noire. Tel est en particulier le cas de la conclusion du contrat de tenue de compte et le fait de pouvoir obtenir des informations auprès d'un établissement. Ces critères sont en effet beaucoup trop aléatoires pour attester du lieu de l'exercice de la tenue de compte.

La division de la liste noire en deux ensembles paraît plus cohérente. Il semble donc que le futur article 5, paragraphe 2, ne doive pas renvoyer à toute la Convention, mais simplement au paragraphe premier.

Germany: At the moment we do not prefer deleting the phrase in brackets in the first sentence [as the State in which the securities account is maintained] in Article 4, paragraph 1. In the event of deletion, there might be no connection between the "virtual" place of the specified securities account and the following criteria of Article 4, paragraph 1, sub-paragraphs (a) to (e). In order to determine the maintenance of the security account, it is necessary for the wording [as the State in which the securities account is maintained] to be mentioned in the chapeau of Article 4, paragraph 1. As far as Article 4, paragraph 1, sub-paragraph (a) is concerned, the wording (making and

updating of entries) could lead to some misunderstanding because the words "making and updating" are not usual in business. We would recommend the following wording:

"(a) the crediting and debiting of securities to securities accounts are managed or monitored at such office;"

Concerning Article 4, paragraph 1, sub-paragraph (c), this criterion seems to be too vague. The term "account holder support functions" covers so many activities that we should for the sake of clarity and legal certainty delete sub-paragraph (c). Regarding Article 4, paragraph 1, sub-paragraph (d), we prefer a new wording which reads as follows:

". . . a single account number, bank code or other specific means of identification solely or together clearly identify the securities accounts as being maintained at such office;"

Last but not least, deletion of the phrase in brackets [, whether alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant in that or another State] in sub-paragraph (e) is up for discussion. We still prefer deleting this phrase, because it opens the door to a lot of interpretation problems. For the sake of legal certainty the Federal Ministry of Justice recommends the following wording concerning paragraph two of Article 4:

"The criterion e defined in paragraph 1 is not fulfilled merely because the office referred to is a place where . . .".

Discussions have shown that the wording in the Preliminary Document could either refer to all criteria or only to criterion e of paragraph one. Furthermore the Federal Ministry of Justice would like to suggest adding the following sub-paragraph (d) to Article 4, paragraph (2):

"(d) other services of a purely technical, mechanical or otherwise subordinate nature".

The "black list" in Article 4 *bis* of the Convention seems to be very helpful, as it makes clear which elements are not taken into account when determining the applicable law in the fall-back situation. Therefore the Federal Ministry of Justice prefers the phrase "pursuant to paragraph 1".

Italy: The Italian delegation welcomes the philosophy behind this proposal of providing for a simplification of the text of Article 4 in so far as it does not change the substance of the compromise which was reached in January 2002. Moreover, the proposed text is more in line with traditional conflict of laws principles and construction. However, the proposed version seems much in favour of the position of those delegations which do not fully share the opinion that the place of the account is the correct criterion for the determination of the applicable law. This is probably the reason why the "white list" is shorter in the sense that it limits the activities of the intermediary which can be considered and it excludes any mandate on the part of the intermediary to its auxiliaries. The Italian delegation wishes also to draw the attention to the fact that the newly proposed version is completely different from the Finality Settlement Directive and the proposed Collateral Directive, which both refer to the place of the account. The reciprocal effect of the European and the future Hague rules is still largely unknown and has to be considered thoroughly at European level. Nevertheless, following the same spirit of fruitful co-operation and compromise which has been accompanying the project since its very start, the Italian delegation makes the following further observations. The Italian delegation supports the merging of paragraphs 1 and 2 of Article 4 and it considers also that it might be wise to move the reference to the PRIMA principle to the preamble (and explained in the Explanatory Report, of course) because the PRIMA principle as incorporated in Article 4 is only one of the possible PRIMA rules: in fact, it has been adopted in some States with different contents or even without any specification, and consequently the mere reference to the fact that the (future) Hague Convention applies the PRIMA rule might be sufficient. As to the content of new paragraph 1, the Italian delegation agrees on the fact that the January compromise was based on the reality test, which was supposed to be guaranteed by the white list of Article 4 *bis*, paragraph 1. In this respect the newly proposed version, which discards the reference to the (often unknown and hardly provable) place of maintenance of the account and incorporates some of the relevant factors of the white list of Article 4 *bis*, paragraph 1, would have the merit to impose a more proper reality check on the activity of the relevant intermediary.

To this extent we would favour the new paragraph 2 of Article 4, in so far as it excludes reference to some activities which we already criticised, together with some other delegations, in the comments on the January 2002 draft. Nevertheless, the list should be more precise in order to make clear to the courts of all Contracting States which activities may be taken into account and which may not. At first sight we would be neutral in respect to litt. c), while we would prefer the words into brackets in litt. e) to be discarded. The last concern the Italian delegation wishes to express concerns the fact that the proposal might allow a different choice of law for each act of disposition, while the previous version was more rigid as it provided for the choice of the State where the securities account was to be maintained. A point which is still unclear is the time of the choice and the underlying option as to the rigidity *vs.* the flexibility of such choice. Finally, the change in the text of Article 4 requires redrafting of Article 9. As far as the fall-back rule is concerned, the fact of moving it to a new article is positive if it is intended to clarify the fact that it is actually only a fall-back rule. However, if paragraph 2 of the new Article 4 *bis* will apply to all the rules of the Convention, we suggest that it becomes a new article (Art. 4 *ter* or eventually Art. 6). To this end, as we pointed out in our comments on the January 2002 draft, we consider the black list necessary in so far as it applies to the whole text, that is if it prevents the court to take such factors into consideration also when evaluating the terms of the contract under Article 4(3). Therefore, we would support the words "[pursuant to paragraph 1]" to be deleted and the words "under the rules of this Convention" to be kept out of brackets.

Luxembourg: The idea of streamlining a text that had become rather complex following proposals that were made during the last days of the January Special Commission seems attractive, but could open the door to a complete reopening of a debate that we thought had been closed in January and is therefore to be handled with caution. Due to the very short time period between the receipt of Preliminary Document No 13 and the deadline for comments a thorough review and consultations were not possible. The Ministry is therefore limiting, at this stage, its comments to a number of preliminary thoughts:
– the reference to the "securities account" seems to be designed to disappear. There is a concern that this may create problems both under EC law (finality directive) and under our own national law;
– first paragraph of Article 4(1) does not say to which agreement reference is made, especially if the square bracketed language were to be deleted; we assume that the drafters had the custody agreement in mind;
– the comments made above apply *mutatis mutandis* here (*i.e.*, closed list, deletion of certain terms and paragraphs);
– the relationship between Article 4 *bis* (1) and (2) may have to be clarified.

The Luxembourg Ministry of Justice reserves the right to further comment on the text proposed by the Permanent Bureau and possibly to submit alternative wording that accounts for its concerns.

Spain: We share the Secretariat's comments on the draft of Article 4 reproduced in Preliminary Document No 10. The reference to the location of the securities account is just a way to express the agreement to the law of one State, and we could perfectly delete it. In that version, the parties are allowed to choose the law of the State "A" as long as the intermediary has an office there (an office engaged in a business . . .); nevertheless, they are not allowed to do that directly, but indirectly, by placing the account in that State. If we are not wrong, the main advantage of the new version is that it overcomes this periphrasis: it allows the parties to choose the law of the State "A", and therefore they are not obliged to make an "artificial location" of the account. Secondly, we all agree on the necessity of the Convention, and we will support any reasonable solution. If the general opinion is in favour of the new version we will join it without any doubts. Nevertheless, we would like to express two concerns:

The first one is related to the "approach" to the problem. So far, we have followed an approach based on the account, and to be more precise, on the location of the account. This approach has led us to an "artificial" and "peripheral" solution (the parties can choose the law of one State but through locating the account there). But even if this is not true, that solution had some advantages: (i) it was in line with the solution followed by the European legislation (Art. 9.2 of the FD, f.i.); (ii) it was easier to assimilate for those States that look for the solution to this kind of problem in the *lex rei sitae rule* (they argue as follows: "as long as we are dealing with proprietary aspects and the account is the res, we have to look for the location of the account"); and (iii), it was easier to assimilate for public authorities (supervisors, regulatory bodies, . . .); they commonly operate with the concepts of "account" and "location of accounts". It is true that the Convention only covers private law aspects, but is also true that these aspects may have some repercussion in public law dimension.

The second concern is related to the compatibility of the new draft with European law; in particular with the Finality Directive and with the Collateral Directive. Those European rules are based on the "location of the account" approach, and the new version of Article 4 changes that approach. We should be aware of this point.

But we want to make it clear: as we have said, we can accept the new draft. The considerations that we have made are only "hesitations". If the general opinion is in favour of the new version, we will support it as well. If we finally follow this way (the new Art. 4), we would like to add some comments:

(i) To be coherent within the new approach we would prefer to delete any reference to the account in Article 4(1), which means delete the bracketed text.

(ii) The wording of the Article should express clearly that letters (a), (b), (c), (d), and (e) are alternatives (as a matter of fact, some Spanish experts have read them as cumulative).

(iii) We consider that letter (b) should be rewritten to reflect correctly the working of indirect holding systems. The text now says: ". . . and other items relating to securities held with the intermediary . . .". As we all know, the securities are not held with the intermediary. The securities as such are held in other places; what is held with the intermediary is the securities account. The text of letter (b) should reflect this idea.

(iv) We have several problems to admit letter (c); the expression "support functions" is very broad and can be understood in a wrong way.

(v) In paragraph 4(3) the reference should be to paragraph 1, and not to paragraph 2.

(vi) We do not consider necessary the text included in Article 4 *bis*(2). Regarding the determination of the applicable law, the Convention is based on clear-cut rules and this black list does not add anything. From a lawmaking perspective, it seems to us rather unusual. Nevertheless, if the majority prefers to keep it, we suggest to place it in a new article and to delete the reference to paragraph 1 (leaving the general reference "under the rules of this Convention).

(v) Finally, if we finally follow this new Article 4, we have to be aware that other articles of the Convention have to be reconsidered (for instance, Art. 17 *bis*).

Sweden:[7] We prefer the new text in Preliminary Document No 13 to the one in Preliminary Document No 10. The new text is in our opinion clearer and more coherent. Nevertheless we would like to point out that in our opinion the new text is clearly not in line with the current European Union legislation, *i.e.*, Article 9.2 of the Settlement Finality Directive.

Switzerland: We consider the proposed redraft by the Permanent Bureau a welcome addition to our discussions. It represents, in our view, a clearer regulation and thus one that will be easier to apply in practice than the one contained in the April 2002 Draft and thus should replace the latter. We are, however, of the opinion that the specific content of the white and black lists may need to be discussed further. For example, we do not believe that the operation of call centers should be in the black list. On the contrary, this is an activity that is part of the servicing of securities accounts, which should rightfully be included in the white list. In fact, even under this proposal, we believe that the approach on pages 258-259 of the April 2002 Draft may be preferable. Moreover, we strongly support eliminating the "place where the securities account is maintained" language. As we have seen in our discussions so far, identifying that place would be difficult, if not impossible, in practice and thus add unnecessary uncertainty.

United States of America: We are supportive of the redraft of Article 4 circulated by the Secretariat. The purpose of the first clause of Article 4(2) is to select the applicable law by agreement. The bracketed language regarding the office where the securities account is maintained is surplus verbiage without independent meaning and retains the concept that it is possible and necessary to determine where the specific securities account is maintained. The bracketed language should be deleted. We see the advantage, as you suggest, of continuing to include a clause about the multiple offices in 4(1)(e). It is important to acknowledge the dispersion of securities account maintenance activities. We think that new 4 *bis*(1) should be part of Article 4. The Article 4 *bis*(2) black list really applies across the board to the choice of law under the Convention and thus, could either be part of Article 4 or could be set forth in a separate Article. From our perspective, the deletion of the bracketed language in Article 4 would eliminate the need for Article 17 *bis*. The reference in Article 4(3) should be to paragraph 1, not paragraph 2. See also the United States

[7] The comments in this paper are made with a note taken to the competence that might fall to the European Union.

comments under Article 9, which suggest amendments to the new Article 4 with a view to simplify Article 9.

ISDA: Subject to the comments below, we support the proposed redrafting of Articles 4 and 4 *bis* suggested in Preliminary Document No 13. Our comments on that redrafting are:

(1) We have not had time to consult sufficiently widely among ISDA's members on the wording in square brackets in the new Article 4(1), so we are not able to say that a consensus exists among our members for the deletion of those words. However, informal soundings among members of the ISDA Working Group on the proposed Hague Convention suggest support for the deletion of those words, essentially for the reasons set out in the Explanatory Notes to Preliminary Document No 13.

(2) We propose that sub-clauses (b) and (c) of new Article 4(1) be replaced by the following:

"(b) the management or administration of securities accounts or securities held with the intermediary is performed at such office;

(c) services are provided to account holders by the intermediary at such office;"

Some members of our Working Group felt that sub-clause (b) of Article 4 *bis* as set out in Appendix 1 to Preliminary Document No 10 was more specific than it needed to be, and that the more general wording we have suggested above is clearer and simpler. Informal soundings of members of the Working Group also support the inclusion of sub-paragraph (e), without the bracketed language (in keeping with the proposed deletion of the bracketed language from the introductory wording of Article 4(1). We note that the old "black list" has been reorganised as part of the redrafting suggested in Preliminary Document No 13. We have no additional items to add to Article 4(2), but would suggest the deletion of the bracketed language in sub-clause (b), which does not appear to be necessary.

Association of Global Custodians: The Association supports the version of Article 4 (including Article 4 *bis*) that appears in Preliminary Document No 13. As discussed in our prior letters, the Association believes that the standards by which the applicable law is determined should be consistent with the practices of custodian banks and should provide as much certainty as possible. Further, the intermediary and the account holder should have reasonable latitude to select applicable law, based on where the key account-related activities of the intermediary occur. While, as our prior letters demonstrate, there are various ways in which those goals could be accomplished, we believe that the Preliminary Document No 13 version of Article 4 is consistent with these objectives. The drafts on which we have previously commented have sought to identify "the place of the relevant intermediary" or the "place where the account is maintained." As noted above, we agree with the determination to eliminate these concepts and to focus instead on the nexus between the intermediary's activities and the State whose law is selected. The Association has the following specific comments on Article 4 as set forth in Preliminary Document No 13:

1. We recommend deletion of the bracketed phrase ("as the State in which the securities account is maintained") in the introductory clause of Article 4(1). In modern, multi-jurisdictional custody practice, the concept of the place where the account is maintained has no generally understood meaning. We agree therefore that the more straightforward approach is to identify those States that have a sufficient nexus to the intermediary's activities such that it is permissible for the parties to select the law of one of those States.

2. In Article 4(1)(b), the word "and" should be changed to "or" so that the first phrase refers to "the management or administration" of the specified events. We believe that it may be difficult to reach consensus on the exact demarcation between "management" and "administration" of securities held by an intermediary. If these two words are joined by "and," Article 4(1)(b) may seem to require that both activities occur in the same office in order for that office to fall within the scope of Article 4(1)(b). Such an interpretation would be unduly restrictive.

3. The Association is neutral on whether it would be preferable to delete Article 4(1)(c), which appears in brackets in Preliminary Document No 13. While retention of Article 4(1)(c) would be acceptable to us, we understand that this provision may create confusion regarding the treatment of representative offices.

4. We believe that the bracketed phrase in Article 4(1)(e) ("whether alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary in that or another State") should be retained. The maintenance of securities accounts by custodian banks operating in multiple jurisdictions often involves coordinated activities that occur in several different offices of the intermediary and at the offices of agents and other service providers retained by the intermediary. The bracketed phrase recognizes that reality.

5. While we do not disagree with the substance of the "black list" in Article 4(2), the Association believes it would be preferable to delete this provision from the text of Article 4 and to instead include these concepts in the commentary. We do not believe that Article 4(1) could be fairly read to include any office that is "merely" engaged in any of the activities described in Article 4(2). Accordingly, Article 4(2) is not a limitation on Article 4(1), it is simply an explanation of the application of Article 4(1) to specific activities. As such, we believe that the substance of Article 4(2) is more properly commentary, rather than Convention text. As noted above, the Association has kept abreast of the work of the United States delegation. We understand our position regarding Article 4 to be consistent with that of the United States delegation.

Bundesverband deutscher Banken: Several proposals have been submitted for Article 4 ff. We should like to concentrate in our comments on the final proposal. We welcome the new structure of Article 4. In particular, it makes sense to merge the PRIMA principle and the criteria for determining involvement in the activity of maintaining securities accounts into a single provision. Given the type of "reality test" selected in Article 4(1), the list of such criteria ("white list") is absolutely essential to allow determination of the applicable law.

Article 4(1), sentence 1

In Article 4(1), sentence 1, deletion of the phrase in brackets [. . . as the State in which . . .] is put up for discussion. This could, however, mean that there would then not be any link to the criteria. It is no longer clear what the criteria are geared to, namely some kind of involvement in the activity of maintaining securities accounts. Besides, the phrase in question could be useful for contract practice. Otherwise the "real" choice-of-law clause within the meaning of Article 4(1) would have to be distinguished from the already customary "contractual" choice-of-law clause, which could lead to misunderstandings in practice. It would also have to be remembered in this connection that the "real" choice-of-law clause is not agreed between the parties to the disposition but between the account holder and the intermediary and thus paves the way for determination of the law applicable to the subsequent disposition. We are therefore in favour of retaining the phrase in question.

Article 4(1)(a)
We generally endorse the wording adopted here. In particular, the phrase ". . . or processed through . . ." (longer version in the Appendix to Preliminary Document No 10) should not be included, as it also covers the mere transfer of data and would be at odds with the exemption criterion in Article 4(2)(a) (Preliminary Document No 13) and Article 4 *ter*(e) (Preliminary Document No 10).
Article 4(1)(b)
The activity is also important for the maintenance of securities accounts. For clarification purposes, the term "corporate events" could be replaced by "corporate actions".

Further specification of the "other items" referred to would also be advisable. A possible wording could be:

". . . the management and administration of dividend, interest and redemption payments, corporate ~~events~~ actions and ~~other items relating to securities held with the intermediary are performed at such office~~ other substantive administrative services relating to securities accounts are provided at such office;"

Inclusion of purely mechanical activities (clerical activities), such as the mechanical execution of instructions issued by other parties, in account holder administrative services should, in particular, be ruled out, as only administrative activities which involve a certain decision-making power are associated with the maintenance of securities accounts. The further specification proposed here is unnecessary if, as proposed below, a sub-paragraph (d) is added to Article 4(2).
Article 4(1)(c)
Sub-paragraph (c) should be deleted, as the term "account holder support functions" does not appear clear enough and opens the door for a number of activities that are not directly connected with the maintenance of securities accounts.
Article 4(1)(d)
We welcome the criterion according to which a securities account is to be identified by means of an account number, possibly together with a bank code. A slight change to the wording might be advisable for clarification purposes, however, and the other means of identification should be specific:

". . . a single account number, bank code or other specific means of identification exists that solely or in combination thereof clearly identifies ~~such office as maintaining~~ the securities accounts as being maintained at such office; or"
Article 4(1)(e)
It is in principle to be welcomed that the nature of the list is kept open through this sub-paragraph and other activities that constitute involvement in the maintenance of securities accounts can be considered. Such a provision appears necessary particularly with future developments in mind.

It should also be made clear at his point that the wording "otherwise engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts" only covers activities that are as substantial for the maintenance of securities accounts as the aforementioned activities. The words ". . . which are comparably substantial for the maintenance of securities accounts" could be added here.
Article 4(2)
The limitation of the other activities that allow reference to the agreed jurisdiction is greatly welcomed, while the exemption criteria are also appropriate in our view.

Now that the wording ". . . engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts . . ." is no longer contained in the new Article 4(1) (chapeau), the limitation in paragraph 2 unfortunately does not seem to cover the whole of paragraph 1. It would, however, be advisable to subject all the criteria contained in paragraph 1 to this clarifying limitation. A possible wording could be:

"(2) The criteria defined in paragraph 1 are not fulfilled merely because the office referred to is a place where – . . ."

As regards the comment in brackets in sub-paragraph (b), we would appreciate clarification since we do not quite understand it. Such an insert is unnecessary if it is assumed that communication with parties other than the account holders (or their authorised representatives) is *per se* certainly not part of the activity of maintaining securities accounts.

We also feel that the following wording should be added as sub-paragraph (d), particularly where the limitation in paragraph 2 refers to all the criteria specified in paragraph 1:

". . . other services of a purely technical, mechanical or otherwise subordinate nature."
Article 4 bis(2)
The "black list" in Article 4 *bis*(2) of the Convention appears helpful, as it makes clear which factors are not taken into account when determining the applicable law. The deletion made in the first sentence compared with the February draft is welcomed as providing clarification. In addition, the phrase ". . . under the rules of this Convention" should be adopted and the reference to paragraph 1 dropped. Otherwise it might be wrongly assumed that the list of exemptions only applies in connection with the fall-back rule.

Transfers involving several intermediaries ("page 37 problem"; Prel. Doc. No 12)

Canada: La délégation canadienne est d'accord avec les conclusions du Bureau Permanent après avoir analysé le principe PRIMA dans le cadre de ce projet de convention et des transferts impliquant plusieurs intermédiaires :

(a) Que « l'intermédiaire pertinent » doit être évalué séparément mais selon une norme commune (c'est-à-dire PRIMA) pour chaque partie du transfert global, et que le problème des « droits doubles » ne semble pas donner lieu à des difficultés insurmontables dans le contexte de titres intermédiés ; et

(b) Que les divergences possibles entre systèmes de droit sur la question de savoir si un vice de validité d'une convention impliquant un transfert de propriété nuit à son efficacité pour réaliser une mutation de propriété ne semble pas donner lieu à aucun nouveau problème spécifique au domaine des titres intermédiés.

The Canadian delegation agrees with the following conclusions reached by the Permanent Bureau in its analysis of the PRIMA principle within the framework of this draft Convention and transfers involving several intermediaries:

(a) that the "relevant intermediary" should be assessed separately but according to a common standard (*i.e.*, PRIMA) for each portion of the overall transfer and that the problem of "double interests" does not seem to generate insurmountable difficulties in the context of indirectly held securities; and

(b) that possible differences among legal systems on the question whether a defect in the contractual validity of a transfer impairs its effectiveness as a transfer or property do not appear to generate any new problems which are specific to the context of indirectly held securities.

Denmark: We do not think that the example used in the document illustrates the problem at stake. If A sells some securities to B and others to C, the only problem seems to be whether each contract is binding (under applicable contract law). We think however, this whole discussion illustrates another point: That the convention should not

focus on whether someone has (acquired) an interest, but rather whether an interest (acquired under contract law) is protected against a third party (a non-contracting party). In short PRIMA should not address interests, but conflicts between third parties relating to securities (held with an intermediary). If this approach is followed the problem of several intermediaries only occurs if the third party conflict is between someone (purchaser No 1) who acquired his interest (under contract law) while the securities were held with X, and a person (purchaser No 2) who acquired an interest in the same securities (under contract law) after the securities were moved to intermediary Y (or at the least with the result that the securities are moved to intermediary Y *e.g.*, in case the second disposition is a title transfer to purchaser No 2). Solving that problem in my opinion requires a unitary solution (not in the sense the word is used in the document of course). In short should the conflict between purchaser No 1 and purchaser No 2 be solved under X law (the law of the first intermediary) or Y law (the law of the second intermediary). Traditional conflict of laws principles would suggest X law, but for pragmatic reasons we maybe should prefer Y law. We do not believe that the separate assessment approach solves the problem. Imagine *e.g.*, that both intermediaries are insolvent and the securities are under the control of a court *e.g.*, in Belgium where the ICSD is. If both investors (under X law and Y law respectively) are held to have a validly perfected interest in the securities, to whom should the court then order the securities to be delivered? It is not an answer to this question to say that it is a matter for the relevant insolvency laws to decide. The insolvency law of X may say that X is entitled to the securities (because A has a perfected interest under X law), whereas the insolvency law of Y for similar reasons may say that Y is entitled. The point is that the court in control of the securities needs to know which PRIMA is the relevant one in order to decide whether A or B is entitled to the securities

Finland: We agree with the conclusions of the Permanent Bureau in Preliminary Document No 12, pages 276-277.

Problem of "multiple" intermediaries: We do not see an insurmountable problem here. From a logical viewpoint, there cannot be several intermediaries involved because each legal problem would be solved according to the law of the relevant intermediary. We agree with the analysis in Preliminary Document No 12, paragraph 4. As we have stated earlier, we are opposed to any ideas of a "Super-PRIMA". It has to be noted that the application of one Super-PRIMA would affect the substantive law as well, not only the choice of law rules. If a single PRIMA would govern a securities transfer, then the issues to which the PRIMA would be applied in accordance with Article 2(1) of the future Convention would also be governed by that one law. These issues include, for example, the legal nature of the securities held with an intermediary. The application of a Super-PRIMA might have the effect that all of a sudden, all intermediaries involved in a transfer would have to apply the chosen Super-PRIMA to their own securities accounts and systems. Taking the example given in the Permanent Bureau's excellent document, if, let us say, the Super-PRIMA is chosen to be the French law, then both the Bank in London and the European ICSD would have to apply the Super-PRIMA to the legal nature of the securities being transferred. This could mean that the European ICSD (which otherwise applies the Belgian Royal Decree No 62 of 1967 to its operations) would be forced to apply the French rules in respect of securities being transferred through the ICSD. As accurately suggested by the Permanent Bureau, the European ICSD might not be aware of such change in the status of the securities. The Convention should honour the fact that in Europe, the CSDs and the ICSDs are in any case entitled to apply the law applicable to their systems in accordance with the Settlement Finality Directive.

Problem of "real transfers": The Finnish law does not recognise "real agreements" so the problem is unfamiliar to us. However, based on the information and examples given in Preliminary Document No 12, we do not see an additional problem here and do not see a reason for specific regulation addressing the subject. That would mean a step toward substantial law which is not the intention of this Convention.

Italy: We share the analysis and the views expressed in Preliminary Document No 12 and agree with the conclusion that in all the cases considered the application of PRIMA will contribute to international certainty, while the so-called Super-PRIMA would not. All the problems touched in the analysis are frequent in case of rights upon movables and negotiable instruments and PRIMA will contribute in clarifying the possible solutions.

Japan: See the comments in Preliminary Document No 14 A submitted by the Japanese delegation.

Switzerland: As members of our delegation have expressed informally on a number of occasions, one of the most perplexing problems for us so far has been the exact operation of the PRIMA approach in transfers involving multiple intermediaries from different jurisdictions. From page 37 of Preliminary Document No 1 it seemed clear that the question whether the seller or pledgor's legal interest in the sold or pledged securities were validly extinguished would be determined by the law of a different State than the question whether the buyer or pledgee had acquired a valid interest in those securities and thus possibly to inconsistent answers to these two intertwined questions regarding the same interest in a particular pool of securities. This result would be problematic in a legal system, such as ours, where the individual customer is deemed to hold (and thus to sell and acquire) an interest not in the pool of securities of his intermediary, but in the pool of actual securities at the CSD, providing two possibly conflicting answers to an issue that, under our legal system, is essentially one and the same – whether the interests of a particular pool of securities at the CSD has been validly transferred from seller/pledgor to buyer/pledgee. Preliminary Document No 12 does two things to mitigate our concerns and to make us realise that what that Document calls the Super-PRIMA approach – the application of the law identified by the place of the buyer's/pledgee's relevant to the entire transaction – is not necessarily a better approach:

– First, it states under bullet point No 4 a true, if convoluted, conflicts rule, thus resolving, in an important part of cases, the difficulty of having to apply two different and possibly inconsistent legal orders to one and the same transaction: If the buyer/pledgee has validly acquired the agreed interest in a particular pool of securities under the law identified by the place of his relevant intermediary, the question whether any defects in the transfer under the law identified by the place of the seller's/pledgor's intermediary would nevertheless impair the transaction is to be determined by the PRIMA of the buyer/pledgee. This leaves as an area of concern for us only the (practically less relevant) cases in which the reverse is true – the interest of the seller/pledgor has been validly extinguished under the seller/pledgor's PRIMA, but has not been validly acquired under the buyer's/pledgee's. We also believe, however, that the bracketed language in Article 4(1) regarding the relevant time would further help in defusing the issue.

– Second is the implication from footnote 2 that there are legal systems where, in fact, such a transfer involves multiple transactions, depending on the number of intermediaries involved. In those systems, applying what the Document calls a Super-PRIMA approach would indeed lead to enormous difficulties.

Our remaining concerns with the page 37 problem arise from the simple fact that, at least for us, the resolution of the problem as presented in Preliminary Document No 12 does not arise from a reading of the current text of the proposed Convention. Thus we need to ensure that (1) the views expressed in Preliminary Document No 12 are really the views of the respective delegations and (2) that those who read the Convention for purposes of applying it in the future can easily find out about those views. Perhaps we can include them in the Explanatory Report. In that case, we suggest elaborating a bit further on the two points mentioned above to make things clear for readers of the Convention from legal systems such as ours.

United States of America: We agree with the conclusions of the Secretariat. We are not in favor of a Super-PRIMA rule. While in a theoretical analysis a single law that would apply throughout the chain appears attractive, it cannot be achieved without introducing additional unwarranted risks and complexities for the intermediary system. Legal certainty about the applicable law at each level of intermediary is the major objective we can and should achieve under the Convention. A number of delegations expressed considerable concern about importing a Super-PRIMA rule, which could not work properly under the structure of the Convention.

ISDA: We welcome the guidance in Preliminary Document No 12 on the issues raised by transfers involving intermediaries in different jurisdictions (the so-called "page 37" issue). We have not had time to consider in detail or to consult widely on Preliminary Document No 12, and so, in particular, we cannot comment on the specific examples given to support the arguments set out in that Preliminary Document. But we support the pragmatic approach of the Preliminary Document. We agree that the suggested unitary solution (the so-called "Super-PRIMA" approach) is unworkable in practice, as we commented in our letter to the Permanent Bureau of 2nd October, 2001. It would be helpful if these issues are dealt with in the Explanatory Report.

Bundesverband deutscher Banken: We continue to advocate reference to the (respective) relevant intermediary (PRIMA), as this would make it easier in many cases to determine the law applicable to a cross-border disposition of securities. The Explanatory Note, which deals, *inter alia*, with the question of conflicting rights in respect of the securities and explains the treatment of any defects in a disposition of securities at an earlier stage of safe custody, is helpful. We would appreciate it if it could be checked whether the ideas contained in the Explanatory Note and the mechanism set out there may be incorporated into the provisions of the Convention. We should also like to discuss specific aspects of the draft that still raise questions at a regional discussion workshop.

Article 5

Sweden:[8] As we have stated before, the wording of Article 5 leaves some uncertainties as to the impact. We would prefer just ascertaining that the interest/right created and perfected under the law designated by PRIMA is recognised as valid even in the case of insolvency. All other effects of insolvency proceedings should, in our opinion, be left outside the Convention. Thus, we would be in favour of only giving examples of those insolvency rules that remain in force. One possibility of doing this is to state in Article 5(2): "Nothing in this Convention affects the application of [especially] – . . .".

United States of America: We propose some editorial changes to provide comfort to insolvency practitioners. We suggest the order of paragraphs 1 and 2 be reversed and that the text of paragraph 1, which will become paragraph 2, be preceded by the words: "Subject to paragraph 1." Add the words "substantive or procedural" before "insolvency law" in what is now paragraph 1. The difference in the two paragraphs invites question. Delete the words "to property." The definition of property differs from jurisdiction to jurisdiction. It could be defined with reference to insolvency law, the PRIMA law, by reference to the aggregation of rights covered under Article 2(1) of the Convention, or some other way. The words are not necessary and their deletion avoids problems.

Bundesverband deutscher Banken: No change has been made to Article 5. However, we feel that it is necessary to synchronise the provisions here with current European insolvency law, particularly where this was developed specifically for clearing and settlement systems. We thus refer in this connection to our comments of 6 March 2002. The fact that the wording of Article 5(1)(b) could also mean that a disposition which has not been perfected is not protected in insolvency proceedings is problematic. Under Article 3 of the European Settlement Finality Directive (98/26/EC), claims and payments (deliveries) resulting from transfer agreements that have been entered into a system at the time insolvency proceedings are opened may be set off if set-off takes place no later than the day on which insolvency proceedings are opened. The positions of participants in clearing systems are protected in this way. A wording that takes account of this situation could read:

1 . . .

(b) a disposition of securities held with that intermediary that has been perfected or irrevocably and irreversibly initiated in accordance with the law determined under Article 4 of this Convention. (. . .)"

Article 8

ISDA: We understand that both paragraphs (1) and (2) are intended to be subject to paragraph (3). For consistency between paragraphs (1) and (2), we suggest the addition of the words "Subject to paragraph 3," at the beginning of paragraph (1).

Article 9

Canada: La délégation canadienne soutient la nouvelle version de l'article 9 présentée au paragraphe 17 du Document préliminaire No 11. À notre avis, étant donné la longueur et la complexité de cet article, une explication très claire et précise devrait être donnée dans le Rapport explicatif. Des exemples concrets comme ceux donnés dans le Document préliminaire No 11 pourraient être utiles. De plus, le texte de cet article devra être uniformisé avec

[8] The comments in this paper are made with a note taken to the competence that might fall to the European Union.

celui des autres dispositions, par exemple, les articles 4, paragraphe 2 et 4, paragraphe 4.

The Canadian delegation supports the new draft of Article 9 suggested in paragraph 17 of the Preliminary Document No 11. We would suggest that, given the length and complexity of this Article, a very clear and precise explanation is needed in the Explanatory Report. Perhaps concrete examples, such as those included in the Preliminary Document No 11, would be helpful. Additionally, the language of this Article will need to be aligned with the language of other provisions, for example, Articles 4(2) and 4(4).

Finland: According to the examples given in Preliminary Document No 11, it seems that the suggestion of the Permanent Bureau works.

Germany: The Federal Ministry of Justice like to reserve the right to make comments on Article 9 during the course of further deliberations on this matter.

United States of America: If the bracketed language is in Article 4(1) is deleted, the proposed revision of Article 4 also facilitates a dramatic simplification of Article 9. With minor changes, the proposed Article 4 can be revised to make clear that an agreement may select the law of a territorial unit of a Multi-unit State. Then, all that is needed in Article 9 is a permissive declaration rule.

Specifically, Article 4(1) would be revised as follows:

The law applicable to any issue specified in Article 2(1) is the law ~~of~~ in force in the State or territorial unit of a Multi-unit State agreed by the account holder and the relevant intermediary ~~[as the State in which the securities account is maintained]~~, provided that the relevant intermediary has, at the time of the agreement, an office anywhere in that State, and . . .

Then, Article 9 can be dramatically simplified, as follows:

If the applicable law under Article 4 of this Convention is that of a Multi-unit State, the State may make a declaration either as to sub-paragraph (1) or (2) below:

(1) that identifies the internal choice of law rules applicable within the State which apply to the matters covered by this Convention, and if such declaration is made, those rules determine which of the laws of the State or territorial unit apply, or,

(2) that the law of a particular territorial unit applies only if the relevant intermediary has an office within that territorial unit engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts.

Sub-paragraph 2 is included to accommodate the desires expressed by at least one other delegation. In our view, it is not necessary because we think that a declaration under sub-paragraph 1 could address this matter.

ISDA: As in our letter of 13th March, 2002, we note that Article 9 continues to attract significant attention. The provision is clearly one that will affect all ISDA members, but it is not one on which ISDA members have a single formulated view. Accordingly, we have no specific comments on Article 9 in the April draft Convention or on Preliminary Document No 11. The overriding concern shared by all ISDA members is that the final rule should meet the objective of providing *ex ante* certainty, avoiding surprising results that would defeat the presumed intention of the parties. We are pleased to see that this attention is getting careful attention, and it appears as though the issues raised by Article 9 are on the way to being satisfactorily resolved.

ECB: As a side remark, the inclusion of the European Union into the scope of Article 9 of the draft Convention could in our eyes merit some further thought, as this approach would allow to reduce the risk of discrepancies between existing Community (and national) legislation and the draft Convention.

Bundesverband deutscher Banken: Article 9 has been thoroughly revised and provided with explanatory notes and examples. Unfortunately, the underlying problem persists. Multi-unit States are given a number of alternatives for determining the applicable law. This makes determining the applicable law more complicated and at last costly and leads to less security as to whether the law determined is really the applicable law. The examples kindly compiled by the Permanent Bureau show that Article 9 may produce unsatisfactory results in practice. The declaration mechanisms in Article 9(1)(b)(ii) and paragraph 3 meet the reservations we have already expressed with regard to paragraphs 4 and 5 of Article 1. We also have reservations insofar as scope is provided for deviation from the PRIMA principle when determining the applicable law. This is a consequence that cannot be welcomed, given the desired aim of making the PRIMA approach a globally valid concept in the future. With all due respect for the established legal regimes of Multi-unit States, this raises the question of whether subscribing to a convention makes sense if different rules apply internally. It does not seem convincing to apply PRIMA in dealings with other States but to follow other rules internally. For non Multi-unit States, the question may be whether subscribing to a convention that does not apply to a large number of States which are of major importance for dispositions of securities makes sense if it introduces an additional element of legal uncertainty. As simple a solution as possible for Multi-unit States would therefore be desirable. Reference could, for example, be made directly to the substantive rules of law of the respective territorial unit. A similar result would be achieved if internal choice-of-law rules were based on PRIMA. Against this background, it should be examined whether it is possible for Multi-unit States to only subscribe to the Convention once their internal choice-of-law rules are in line with the PRIMA approach. It should be remembered that each exception jeopardises the purpose of the Convention in general, namely easy *ex ante* determination of the applicable law.

Article 11

United States of America: We would delete the brackets.

Article 12

United States of America: Reference to "these States" in the bracketed language of paragraph (1) should be "Contracting States;" delete "proposed" from paragraph 2. The Special Commission's approval power should not be limited to the amendments as proposed.

Article 17

Belgium: We fully support the first comment made under Article 17 in Preliminary Document No 10, according to which the Convention should be based on the general principle of non-retroactivity. We do not, however, support the second comment relating to the question of priority between

a pre-Convention disposition and a post-Convention disposition (Option A). On the contrary, we think Option A may be regarded as inconsistent with the non-retroactivity principle since the pre-convention disposition should not be overruled by the post-convention disposition. In addition, how do we apply Option A in a cross-border context? We propose to drop Option A. We are of the opinion that the principle of non-retroactivity leads to the solution previously provided and reproduced hereafter:

"(1) This Convention applies in a Contracting State to all dispositions of securities held with an intermediary concluded after its entry into force for that State. (= *principle of non-retroactivity*)

(2) Where a court of a Contracting State has to determine –

(a) whether at a time before this Convention entered into force for that State a disposition of securities held with an intermediary has been [validly] made or perfected; or

(b) any issue of priority among competing dispositions of securities held with an intermediary made and perfected before this Convention entered into force for that State,

the court shall apply the law determined by the conflict of laws rules of that State in force before this Convention entered into force for that State." (= *solution which is implicitly derived from the principle of non-retroactivity*).

With such a proposal, we don't need Option B which appears too complex.

Germany: The Federal Ministry of Justice welcomes the fact that Option A of Article 17 is based on the general principle of non-retroactivity. For that reason as the Federal Ministry of Justice has already indicated in its comments of March 2002, it does not support Option B which would give the Convention a certain retroactive effect.

Luxembourg: We support the non-retroactivity option

Sweden:[9] We prefer Option A and are strongly against the retroactive effect proposed under Option B. A solution like the one in Option B would be very difficult for us to implement. Such retroactivity would probably run counter to our legal system. With Option B the possibility that third parties rights in some situations would be affected in a negative way cannot be ruled out.

United States of America: In our opinion, Option A provides less than optimal legal certainty for dispositions that occur after the effective date of the Convention. Its advantage is that parties will at least be able to investigate whether the PRIMA law will preserve the perfection and priorities of pre-Convention dispositions. However, under Option A, parties will not be able to determine with certainty whether there are other interests that have been perfected under a law other than PRIMA which have priority. Option B's advantage is that it provides a mechanism for cutting off potential prior interests after a date certain; this never occurs under Option A. Thus, the rejection of Option B results in less certainty for dispositions that occur after the effective date of the Convention. Certainty in the application of the Convention is a significant interest for the United States shared by other States. Notwithstanding our continued preference for Option B, in the spirit of compromise, we are prepared to support Option A, provided that other significant open issues under the Convention are satisfactorily resolved.

[9] The comments in this paper are made with a note taken to the competence that might fall to the European Union.

ISDA: There appears to be general support for the inclusion of Option A and the deletion of Option B. In the text of Option A, we suggest that the words "and/or perfected" be added after the words "disposition made".

ECB: Concerning the question of retroactivity, the ECB is of the opinion that any provision that could potentially invalidate pre-existing agreements would have severe implications, not the least of a constitutional nature, and might potentially lead to financial instability and systemic risk. Therefore, it is very much welcomed that the new draft tries to emulate the principle of non-retroactivity. In this connection, we understand that the new version of Article 17 is merely intended to establish that the law applicable under the Convention determines the priority between a disposition made before or after the entry into force of the Convention in a given Contracting State.

Bundesverband deutscher Banken: We welcome it that, as things stand at the moment, the Convention is based in general on the principle of non-retroactivity. With this in mind, we favour Option A. Under this option, the question of priority when a disposition is made before the entry into force of the Convention and a disposition is made after the entry into force is settled by the PRIMA law. Further specification of what exactly is meant by "a disposition made" would be required. This could read as follows:

"In a Contracting State, the law applicable under this Convention determines the priority between a disposition made and perfected before the Convention entered into force for that State and a disposition made or perfected after the entry into force."

The proposed Option B would give the Convention a certain retroactive effect again. We have already indicated in our comments of 6 March 2002 that we are against any retroactive effect and therefore refer to these comments. Firstly, it gives cause for concern from the angle of constitutional law that the holder of a real security interest is to be allowed to be deprived of this interest by the entry into force of a Convention. There are also practical reservations. The requirements under paragraph 2, sub-paragraphs (a) and (a)(i) and sub-paragraph (b) mean that the parties face considerable problems furnishing proof in the event of a legal dispute. The provision of paragraph 2, sub-paragraph (a)(ii) raises the question of what "appropriate action" is. Also, such a possible retroactive effect would mean that every single collateral agreement would have to be checked to determine whether, after the entry into force of the Convention, "appropriate action" has to be taken. Ultimately, this action would have to be enforced. This approach is likely to involve considerable costs. Moreover, it is questionable whether, given the existing legal and actual possibilities, more security can be created by way of such a provision. We are therefore against any retroactive effect for the Convention.

Article 17 bis

Belgium: Simplification of the drafting to read in conjunction with our proposal of Article 4:

~~(1) The following provision applies only with respect to an agreement governing a securities account which –~~

~~(a) was made before the Convention entered into force pursuant to Article 15(1); and~~

~~(b) does not contain an express or implied agreement as to where the securities account is maintained.~~

~~(2) A provision in that~~ An agreement governing a securities account made before the Convention entered into force pursuant to Article 15(1) of which a provision would have the effect, under the law governing that agreement, that the laws of a particular State apply to any of the issues specified in Article 2(1) shall be treated, for the purpose of determining the State of the place of the relevant intermediary under Article 4(2), as an agreement that the securities account is maintained within that State.

Luxembourg: The need for this provision has to be reconsidered.

United States of America: The version of Article 17 *bis* proposed in Preliminary Document No 10 introduces legal uncertainty for existing agreements that did not exist in the prior version. There are two ways that one can consider revising the draft to increase legal certainty. One is to revise Article 17 *bis*(1)(b) to closely follow the carefully drafted and negotiated Article 4(3). Under that option, Article 17 *bis*(1)(b) would read as follows:

(b) does not contain an express agreement, or, if not express, an agreement implied from the terms of the contract considered as a whole, as to where the securities account is maintained.

The second option is to delete the word implied from (1)(b). We prefer deleting the word "implied."

ISDA: We support the inclusion of Article 17 *bis* in the proposed Convention and believe that the version of this Article in the April draft Convention is an improvement over the version in the January 2002 preliminary draft. We are concerned, however, that it still might not be broad enough to cover the situation under a pre-Convention agreement in which an account holder and an intermediary have not expressly agreed on the location of the securities account but where the location would have been considered reasonably clearly established by the circumstances. For example, we understand that when a German intermediary enters into a custody agreement with a German account holder, the agreement does not normally deal expressly with the question of the location of the account. It is simply taken for granted that the account will be located in Germany. There may be many other markets where, at least in a domestic context, it has not traditionally been considered necessary for the intermediary account holder agreement to deal expressly with this issue. It may be that the words "or implied" in paragraph (1)(b) are broad enough to cover this situation, however it would be helpful if the Explanatory Report made this clear. If the word "implied" in this context is meant to be construed consistently with Article 4(3), that is, "implied from the terms of the contract", then it might not be broad enough to cover the situation described above. If so, the Drafting Committee may wish to consider the following alternative approach:

(1) delete the words "or implied" from paragraph 1(b); and

(2) add an additional paragraph (3) that reads as follows:

"If it is reasonably evident that, at the time when the agreement between the account holder and the relevant intermediary was made, it was the (explicit or implied) understanding of those parties that the account was to be maintained in a specific jurisdiction, this shall be treated for the purposes of Article 4(2) as an agreement that the securities account will be maintained within that State."

The Drafting Committee will recall that this wording was originally proposed by the *Bundesverband deutscher Banken*, in its comment letter on the January 2002 preliminary draft, although we do not know if the BdB supports the specific proposal above. The drafting of paragraph (2) has also caused some confusion and could perhaps be improved or clarified in the Explanatory Report. The concern centers on the words "under the law governing that agreement" and what they are intended to signify in this context. Some appear to read this to mean that the governing law of the Agreement should be treated *ipso facto* as the PRIMA law, which would, apparently, be consistent with the approach taken in the United States under paragraph 8-110(e)(1) of the Uniform Commercial Code. Others read this to mean that one looks first to the law governing the agreement between account holder and intermediary and then, under the governing law's choice of law rules, one determines the substantive law applicable to any of the issues specified in Article 2(1). This would, of course, encompass the United States example mentioned above, where the governing law is, under local law, also the PRIMA law. While the latter broader approach might seem to be the more likely intention of paragraph 2, there appears, in that case, to be a possible conflict with Article 7, which requires that the term "law" be construed without reference to choice of law rules. It may be that paragraph 2 could be clarified simply by deleting the words "under the law governing that agreement", which are implicit. This would also appear to have the advantage of avoiding or minimising the potential conflict with Article 7. Perhaps these issues could be clarified in the Explanatory Report.

Bundesverband deutscher Banken: Editing the Article has made the provision much clearer. Yet, there is still the fear that this provision will be unable to provide any help in a large number of jurisdictions. This provision is based on the assumption that a choice with regard to the law applicable to dispositions of securities (*e.g.*, collateral agreement) is provided for in the custody agreement. Where a custody agreement contains a choice-of-law clause, this – traditionally at any rate – covers the custodial relationship and thus a contractual relationship which is excluded under Article 2(2)(b) from the scope of the Convention, but not dispositions of the securities held in custody. It is, however, vital that parties to dispositions of securities are not forced to review all custody agreements already concluded with CSDs or other intermediaries. For this reason, as broad a rule as possible, based on current contract practice, is required. May we therefore resubmit in this connection the wording we proposed in our comments of 6 March 2002:

"If it is reasonably evident that, at the time when the agreement between the account holder and the relevant intermediary was made, it was the (explicit or implied) understanding of those parties that the account was to be maintained in a specific jurisdiction, this shall be treated for the purposes of Article 4(2) (now Article 4(1)) as an agreement that the securities account will be maintained within that State."

Article 18

ISDA: Some ISDA members have requested guidance on the interpretation of the denunciation clause and its intended effect on priority as between dispositions occurring before and after a denunciation. It would be useful if this could also be dealt with in the Explanatory Report. This issue affects the volume of on-going monitoring work that will have to be performed by a collateral taker in order to protect its legal position in relation to cross-border dispositions of collateral.

United States of America: We request that either the Drafting Committee or the Secretariat draft a general article on declarations, including a provision that they be written and capable of being made or changed at any time. Each declaration called for under the Convention will then need to be reviewed to determine the appropriate date of effectiveness and whether a transition provision is necessary. Withdrawal and cessation of effectiveness must also be addressed.

Comments on Transfers Involving two or more Intermediaries: a response to Preliminary Document No 12

available in English only

SUBMITTED BY THE JAPANESE DELEGATION

Preliminary Document No 14 A of May 2002

I. Introduction

1. This Note concerns several problems relating to transfers involving two or more intermediaries and responses to Preliminary Document No 12 submitted by the Permanent Bureau. Needless to say, the proposed Convention is a private international law convention and it only concerns choice-of-law rules without touching upon substantive laws. At the same time, however, it must be borne in mind that the proposed choice-of-law rules need to be tested with reference to the existing substantive laws and in light of the possible consequences of their application to the topics to be covered by the future Convention, as the proper functioning of the proposed rules in the real world is an essential element for the success of the future Convention. In the hope of making the future Convention acceptable to as many States as possible, this Note intends to identify the situations in which the proposed rules might create more problems than they solve, resulting, either from the structure of the proposed rules or from the interplay between the proposed rules and the existing substantive laws. In this Note, the following two specific features of the transfers involving two or more intermediaries are especially examined;

a) an applicable law to the disposition between an intermediary and its upper-tier intermediary is to be designated, which is concerned with Section III of this Note;

b) two different applicable laws could be designated to decide on the proprietary aspect of what is in substance one single right in the case, which is discussed in Sections IV and V of this Note.

2. Since the expert meeting in January 2001, many important issues have been discussed on this project. It seems that, however, much of the discussions on the choice-of-law rules in the draft Convention have been more or less based upon a certain assumption that the substantive laws to be designated by the choice-of-law scheme are of the type which is often described as the "security entitlement system" or the "beneficial interest system". It might have been reasonable at the early stage of the discussions to use such assumption, as we did either consciously or unconsciously, for the purpose of building up the basic image or structure of the future Convention. In the next stage, however, we have to carefully examine how the preliminary draft Convention works in the real world where many States have different substantive law systems on this matter so that the future Convention will become acceptable to as many States as possible.

3. From this viewpoint, the problems relating to *transfers involving two or more intermediaries* should deserve more careful examination, because, in case of *transfers involving two or more intermediaries*, the differences of the substantive laws could have more bearing on the question of how to formulate the choice-of-law rules under the future Convention than in case of *transfers under the same intermediary*. Since the discussion in the past seems to have been rather focused on the latter case, we fear that some types of substantive laws, if they are designated as applicable laws, might pose serious problems in case of *transfers involving two or more intermediaries* under the choice-of-law scheme as contemplated in the present preliminary draft.

II. Two different types of systems for indirectly held securities

4. Broadly speaking, one typical image of the common law based systems on this matter could be described as follows:

First, the CSD owns all of the securities issued by the Issuer.

Second, the first-tier intermediaries own beneficial interests to the securities.

Third, the second-tier intermediaries or investors own beneficial interests to the beneficial interests of the first-tier intermediaries.

Fourth, the third-tier intermediaries or investors own beneficial interests to the beneficial interests of the second-tier intermediaries.

Fifth,. . . .

Under this system, each entity has its own substantive right and, even when a collateral or sales contract is concluded between two investors in the third-tier level, the securities interests will be "transferred" from the third-tier investor to its second-tier intermediary, from the second-tier intermediary to its first-tier intermediary, from the first-tier intermediary to the CSD, from the CSD to the other first-tier intermediary, from the first-tier intermediary to the other second-tier intermediary and from the second-tier intermediary to the other investor (stage-by-stage).[1]

5. However, there is another type of system for indirectly held securities in many States.[2] Under the Japanese substantive law, for instance, only investors are regarded as real and ultimate owners of the securities issued by Issuer. While CSD, first-tier intermediaries, second-tier intermediaries and other entities operate a multi-tier settlement mechanism, these entities do not have their own substantive rights, the investors being still sole owners of the securities. Although intermediaries as well as the CSD perform important functions under this type of legislation to perfect the relevant right, thus playing a decisive role in determining the proprietary aspect of any transaction of indirectly held securities,[3] they are only tools for the disposition between the investors, as it were, transferring account data on behalf of the investors. When two investors make a collateral or sales contract, from the legal viewpoint, the relevant rights are deemed to be directly transferred from one investor to the other one. The intermediaries and the CSD only follow their clients' orders

[1] A similar analysis has been presented in paragraph 4 of Prel. Doc. No 12.
[2] See paragraph 5 and footnote 2 of Preliminary Document No 12.

and co-operate to transfer the relevant account data without acquiring or losing substantive rights of their own.

6. In case of *transfers under the same intermediary*, the differences of these two types of systems do not noticably appear under the choice-of-law scheme of the preliminary draft. In case of *transfers involving two or more intermediaries*, however, the latter type of system has to face, at least, the following difficulties under the preliminary draft.

III. Intermediaries without substantive rights

7. In the latter type of legislation, intermediaries have no substantive right. In case of *transfers under the same intermediary*, this feature does not appear under the choice-of-law scheme of the preliminary draft. However, it does appear in case of *transfers involving two or more intermediaries*, especially in the disposition between an intermediary and its upper-tier intermediary.

8. When the law of the State, whose legislation is of the latter type, is designated as the law applicable to the disposition between an intermediary and its upper-tier intermediary, it is most likely that the designated law has no provision for the perfection of the disposition between the intermediaries because under this type of legislation there can be no disposition of substantial rights taking place between intermediaries. The choice-of-law scheme of the preliminary draft seems to presuppose that there will always be the dispositions of substantial rights of some kind from one tier to another under any indirectly held security system, which is not the case under the latter type legislation of some jurisdictions. Some of the States of the latter type of legislation have already established their own legal systems for immobilised or dematerialised securities on the indirect holding system. Nevertheless, their substantive laws do not work well in the above circumstances, under the choice-of-law scheme of the present preliminary draft.

9. In other words, the choice-of-law mechanism of the preliminary draft is designed to fit only the former type of substantive laws: the "security entitlement system" or the "beneficial interest system". It seems that the present preliminary draft could produce undesirable effects that if the States of the latter type of legislation wish to make their substantive laws workable in practice within the framework of the choice-of-law mechanism under the future Convention, they would have no choice but to adjust their substantive laws to the "security entitlement system", regardless of the fact they have already established their own legal systems. This cannot be the intention of the Hague Conference on private international law, as it must be recalled that, at the very beginning of this project, we agreed to establish a choice-of-law convention without changing each State's substantive law.

10. To remove this difficulty, the following policy options could be considered.

Option A: The preliminary draft should be maintained as it is. The States, which have to face the difficulty described above, are recommended or expected to change their substantive laws when they ratify the future Convention.

Option B: The preliminary draft should be slightly modified to remove the difficulty described above.

Option C: The preliminary draft should be drastically modified to make it fit both types of legislation on this matter.

IV. Direct lawsuits between investors

11. Another difficulty occurs when one investor directly brings a lawsuit against the other investor in case of *transfers involving two or more intermediaries*. In the latter type of legislation, the proprietary aspect of the rights should be decided in a lawsuit which one investor directly brings against the other investor, because, in this type of legislation, investors are regarded as real and ultimate owners of the securities and, when two investors make a collateral or sales contract, the relevant rights are deemed to be directly transferred from one investor to the other.

12. The stage-by-stage approach adopted by the preliminary draft will sometimes lead to the situation where one investor's right is perfected under one applicable law and, at the same time, the other investor's right is also perfected under another applicable law. On this contradictory occasion, courts must be puzzled for making decisions on such direct claims.

13. The instances of direct claims frequently appear in the latter type of legislation. However, they could occur in the former type of legislation as well. Even in the United States, for instance, there is a similar type of direct claim or direct lawsuit called as "adverse claim".[4]

14. We have not reached a consensus on whether or not there is any possibility of this type of claim under the preliminary draft and what law should be applicable to such a claim yet. At least, we need to clarify these issues to avoid unnecessary disputes which otherwise might arise once the future Convention comes into operation. The following policy options could be considered.

Option A-1: A direct claim is prohibited under the preliminary draft because the draft adopts the stage-by-stage approach. It is too clear to make a provision about it in the text of the preliminary draft or to mention it in the explanatory note.

Option A-2: A direct claim is prohibited under the preliminary draft because the draft adopts the stage-by-stage approach. To avoid uncertainty, however, it should be mentioned in the explanatory note.

Option A-3: A direct claim is prohibited under the preliminary draft because the draft adopts the stage-by-stage approach. To avoid uncertainty, however, a provision about it should be made in the text of the preliminary draft.

Option B-1: A direct claim could be possible under some specific circumstances. It is unnecessary, however, to make a provision for the law applicable to the direct claim in the text of the preliminary draft or to mention it in the explanatory note.

Option B-2: A direct claim could be possible under some specific circumstances. The details of the occasions, including the structure of the law applicable to the claim, should be mentioned in the explanatory note.

Option B-3: A direct claim could be possible under some specific circumstances. A provision for the law applicable

[3] In other words, the intermediaries are not regarded as ones categorised in Article 1(4) of the preliminary draft.

[4] See U.C.C. §8–502 (1994).

to the direct claim should be made in the text of the preliminary draft.

Option C-1: A direct claim is an issue outside of the scope of the preliminary draft. It is unnecessary to make a provision for the law applicable to the direct claim in the text of the preliminary draft or to mention it in the explanatory note.

Option C-2: A direct claim is an issue outside the scope of the preliminary draft. To obtain much certainty, however, the details of the occasions, where the claim could be recognised, including the structure of the law applicable to the claim, should be mentioned in the explanatory note.

Option C-3: A direct claim is an issue outside the scope of the preliminary draft. To obtain much certainty, however, it is necessary to make a provision for the law applicable to the direct claim in the text of the preliminary draft.

V. The problem of "double interests"

15. The problem of "double interests" has been already addressed, as one of the issues to be examined in case of *transfers involving two or more intermediaries*, especially in paragraph 11 of Preliminary Document No 12. At the same time, however, the Preliminary Document pointed out "similar difficulties" appearing under English law in paragraph 12.[5] It also concluded that "the analysis appears to be similar in the case of the example given above (in paragraph 11)" in paragraph 13.

16. However, the "similar difficulties" described in paragraph 12 do not appear in many other States. At least, under Japanese law, for instance, if L can legally insist that the shares be restored into his name, N can never insist on retaining his share. If N can legally insist on retaining his share, L can never insist that the shares be restored into his name any more. Many States are unfamiliar with the "double interests" problem in the context of paragraph 12.

17. Moreover, the "similar difficulties" as referred to in Preliminary Document No 12 is not at all similar to the problem of "double interests" to be examined in the preliminary draft. The reason why the "double interests" problem appears in the context of paragraph 12 is completely different from the reason for the "double interests" problem in the preliminary draft. In the preliminary draft, the "double interests" problem occurs because the preliminary draft uses two different applicable laws to decide on the proprietary aspect of what is in substance one single right. Even when neither X law nor Y law permits the "double interests" phenomena, the preliminary draft, with its structure of designating two different applicable laws, could almost inevitably produce the "double interests" problem because the conditions for perfection of the two applicable laws could be different.

18. In paragraph 13, Preliminary Document No 12 presented a possible solution as follows: "The fact that both Investor A and Investor B have securities purportedly credited to their respective accounts does not mean that additional securities have been validly created, but it may accurately reflect the fact that both have rights against their intermediaries which in each case are valid under the applicable law. However, only one of the intermediaries can have sufficient underlying securities (or rights to securities) to back the rights of its investor (or, in practice, its investor account holders collectively). The intermediary which has insufficient securities to back validly created rights will itself need to purchase securities to eliminate the discrepancy. If it is unable to do so, the consequences of the deficiency will depend on the insolvency law applicable to the insolvency of the intermediary concerned."

19. In the context of paragraph 12, "the only solution to this difficulty" should be "for the company itself . . . to purchase shares from another holder and register them in the name of N". As the company did something to produce the discrepancy, we could make the company responsible to "purchase shares from another holder and register them in the name of N". However, in the context of the preliminary draft, the intermediary did nothing wrong to produce the discrepancy. The discrepancy could inevitably occur because of the preliminary draft's structure of designating two different applicable laws to decide on the proprietary aspect of what is in substance no other than one single right. Why does the intermediary have to be responsible to the discrepancy?

20. In practice, the intermediary might voluntarily purchase securities to eliminate the deficiency. To avoid possible confusion, however, it should be clarified whether or not the intermediary is legally obliged to do so. It is still unclear whether or not the preliminary draft itself obliges the intermediary to eliminate the deficiency. If not, at present, we do not know each State's legislation for eliminating such a deficiency. Some States might have already established such legal countermeasures. It seems, however, that many States lack such legal countermeasures. Even if a number of States have their own countermeasures, the policies of the countermeasures of these States could more or less differ. How can we resolve this type of conflict? Should we add some provisions to the preliminary draft for the responsibility of the intermediary to resolve the problem of "double interests"?

21. We have to resolve the problem of "double interests" if we are to adopt the stage-by-stage approach in the reliminary draft. The following policy options could be considered.

Option A-1: The preliminary draft itself legally obliges the intermediary to eliminate the deficiency. It is too clear to make a provision about it in the text of the preliminary draft or to mention it in the explanatory note.

Option A-2: The preliminary draft itself legally obliges the intermediary to eliminate the deficiency. To avoid uncertainty, however, it should be mentioned in the explanatory note.

Option A-3: The preliminary draft itself legally obliges the intermediary to eliminate the deficiency. To avoid uncertainty, however, a provision about it should be made in the text of the preliminary draft.

Option B-1: The preliminary draft itself does not legally oblige the intermediary to eliminate the deficiency. It is unnecessary, however, to make a provision to resolve the problem of "double interests" in the text of the preliminary draft or to mention it in the explanatory note.

[5] Paragraph 12 explained as follows: "under English law, where –
(a) a company receives what purports to be a transfer of shares from L to M (but is in fact a forged transfer) and issues a certificate in the name of M; and
(b) N takes a transfer of the shares from M in reliance on the certificate:
then L can insist that the shares be restored into his name (because a forged transfer is invalid) while N can also insist on retaining his shares (because he is entitled to rely on the certificate issued to M). Since the "new" shares have not been validly created, the only solution to this difficulty is for the company itself (or its registrars, if they are responsible for the failure to detect the forged transfer) to purchase shares from another holder and register them in the name of N."

Option B-2: The preliminary draft itself does not legally oblige the intermediary to eliminate the deficiency. A desirable legal countermeasure to resolve the discrepancy should be mentioned or recommended to each State in the explanatory note.

Option B-3: The preliminary draft itself does not legally oblige the intermediary to eliminate the deficiency. A provision to resolve the discrepancy should be made in the text of the preliminary draft.

VI. "Suggested unitary solution" described in Preliminary Document No 12

22. In case of *transfers involving two or more intermediaries*, the difficulties described above could occur under the present preliminary draft. It seems that Preliminary Document No 12 did not sufficiently answer the concerns about these difficulties. Instead, Preliminary Document No 12 pointed out the difficulties of the "suggested unitary solution" which was explained as the opposing approach to the stage-by-stage approach.[6] It concluded that the stage-by-stage approach was preferable because the opposing approach had too many difficulties. At least, however, it does not mean that there is no issue to be examined in the stage-by-stage approach.

23. Moreover, the "suggested unitary solution", described and countered in Preliminary Document No 12, is not the one actually proposed in the series of the discussions. There are two different issues in the proprietary aspect. First, what kinds of task intermediaries and CSD have to carry out for their investors' collateral or sales transactions (or lower-tier intermediaries)? Second, if the collateral or sales transactions between the investors are invalid, which investor can maintain or bring back the relevant right? The proposal actually presented in the previous meeting is that the stage-by-stage approach should be modified on the latter occasion to eliminate the difficulties mentioned above. It did not mean that a single law should govern proprietary aspects of "all" stages of a transfer between parties who use different intermediaries.[7]

VII. Conclusion

24. Preliminary Document No 12 concluded that "the "relevant intermediary" should be assessed separately but according to a common standard (*i.e.* PRIMA) for each portion of the overall transfer and that the problem of "double interests" does not seem to generate insurmountable difficulties in the context of indirectly held securities.[8] However, as examined above, the solution for the problem of "double interests" presented by the document does not seem enough to eliminate this difficulty. In addition, at least, there are two more difficulties to be resolved. At present, we cannot easily conclude that the stage-by-stage approach should be maintained for all stages of the proprietary aspects, especially in case of *transfers involving two or more intermediaries*.

25. It would be extremely appreciated if Member States and observers could consider the problems in case of *transfers involving two or more intermediaries* in detail using the analysis and the policy options described in this Note and comment on them.

[6] See paragraphs 6–10 of Preliminary Document No 12.

[7] From this viewpoint, Working Document No 21 of the Special Commission of January 2002 is misleading. This document was presented only for stimulating the discussion on this matter at the moment. The "suggested unitary solution" might be deduced from literally reading the document. However, the "suggested unitary solution" is different from the intention of the presenter.

[8] See paragraph 19 of Preliminary Document No 12.

Avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire Propositions d'amendement à l'avant-projet d'avril 2002 (à désigner « avant-projet de juin 2002 »)

SOUMIS PAR LE BUREAU PERMANENT

Document préliminaire No 15 de juin 2002

Article 1 Définitions et interprétation

(1) Dans la présente Convention :

« titres » désigne toutes actions, obligations ou autres instruments ou actifs financiers (autres que des espèces), ou tout droit sur ces titres ;

« intermédiaire » désigne toute personne qui, dans le cadre de son activité professionnelle ou à titre habituel, tient des comptes de titres pour autrui ou aussi bien pour autrui que pour son propre compte, et agit en cette qualité ;

« intermédiaire pertinent » désigne l'intermédiaire qui tient le compte de titres pour le titulaire du compte ;

« compte de titres » désigne un compte tenu par un intermédiaire au crédit duquel sont inscrits des titres ;

« titres détenus auprès d'un intermédiaire » désigne les droits d'un titulaire de compte résultant de l'inscription de titres en compte de titres, que ces droits soient de nature réelle, contractuelle ou autre ;

« titulaire de compte » désigne la personne au nom de laquelle un intermédiaire tient un compte de titres ;

« transfert » désigne tout transfert de propriété, pur et simple ou à titre de garantie, ainsi que toute constitution de sûreté, avec ou sans dépossession ;

« opposabilité » signifie l'accomplissement de toute formalité nécessaire en vue d'assurer la pleine efficacité d'un transfert envers toute personne qui n'est pas partie à ce transfert ;

« procédure d'insolvabilité » désigne une procédure collective, judiciaire ou administrative, y compris une procédure provisoire, dans laquelle les actifs et les activités du débiteur sont soumis au contrôle ou à la supervision d'un tribunal ou d'une autre autorité compétente aux fins de redressement ou de liquidation ;

« État à plusieurs unités » désigne un État dans lequel deux ou plusieurs unités territoriales de cet État ou cet État et une ou plusieurs de ses unités territoriales ont leurs propres règles de droit se rapportant aux questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier.

(2) Toute référence dans cette Convention à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend :

(a) un transfert ayant comme objet un compte de titres ;

(b) un transfert en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte, y compris un privilège légal.

(3) Une personne n'est pas considérée comme intermédiaire au sens de la présente Convention pour la seule raison :

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

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

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

(5) Pour des titres inscrits en compte de titres qu'une personne tient en qualité d'opérateur d'un système pour la tenue et le transfert de tels titres sur les livres de l'émetteur ou d'autres livres qui constituent l'inscription primaire des droits sur ces titres envers l'émetteur, [l'État contractant en vertu de la loi duquel ces titres sont constitués] [l'État contractant dans lequel le système est opéré] peut déclarer que la personne qui opère ce système n'est pas considérée comme intermédiaire au sens de la présente Convention.

Article 2 Portée de la Convention et de la loi applicable

(1) La présente Convention détermine la loi applicable aux questions suivantes en rapport avec des titres détenus auprès d'un intermédiaire :

(a) la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et de tiers de l'inscription de titres en compte de titres, y compris si les droits résultant d'une telle inscription sont de nature réelle, contractuelle ou autre ;

(b) la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et de tiers d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(c) les éventuelles conditions d'opposabilité d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(d) si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire a pour effet d'éteindre ou de primer le droit d'une autre personne ;

(e) les éventuelles obligations d'un intermédiaire envers une personne autre que le titulaire de compte qui revendique, en concurrence avec le titulaire de compte ou une autre personne, des droits concurrents sur des titres détenus auprès de cet intermédiaire ;

(f) les éventuelles conditions à la réalisation d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ; et

(g) si le transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire s'étend aux droits aux dividendes, revenus, autres distributions et remboursements, produits de cession ou tous autres produits.

(2) Cette Convention ne détermine pas la loi applicable :

(a) aux droits et obligations contractuels ou de nature personnelle des parties à un transfert de titres ;

Preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary
Suggestions for amendment of the "April 2002 preliminary draft" (to be referred to as the "June 2002 preliminary draft")

SUBMITTED BY THE PERMANENT BUREAU

Preliminary Document No 15 of June 2002

Article 1 Definitions and interpretation

(1) In this Convention –

"securities" means any shares, bonds or other financial instruments or assets (other than cash), or any interest therein;

"intermediary" means a person that in the course of a business or other regular activity maintains securities accounts for others or both for others and for its own account and is acting in that capacity;

"relevant intermediary" means the intermediary that maintains the securities account for the account holder;

"securities account" means an account maintained by an intermediary to which securities are credited;

"securities held with an intermediary" means the rights of an account holder resulting from a credit of securities to a securities account, whether such rights are property, contract, or other rights;

"account holder" means a person in whose name an intermediary maintains a securities account;

"disposition" means any transfer of title whether outright or by way of security and any grant of a security interest whether possessory or non-possessory;

"perfection" means completion of any steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition;

"insolvency proceeding" means a collective judicial or administrative proceeding, including an interim proceeding, in which the assets and affairs of the debtor are subject to control or supervision by a court or other competent authority for the purpose of reorganisation or liquidation;

"Multi-unit State" means a State within which two or more territorial units of that State, or both the State and one or more of its territorial units, have their own rules of law in respect of any of the issues specified in Article 2(1).

(2) References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include –

(a) a disposition of a securities account;

(b) a disposition, as well as a lien by operation of law, in favour of the account holder's intermediary.

(3) A person shall not be considered an intermediary for the purposes of this Convention merely because –

(a) it acts as registrar or transfer agent for an issuer of securities; or

(b) it records in its own books details of securities credited to securities accounts maintained by an intermediary in the names of other persons for whom it acts as manager or agent or otherwise in a purely administrative capacity.

(4) Subject to paragraph (5), a person shall be regarded as an intermediary for the purposes of this Convention in relation to securities which are credited to securities accounts which it maintains in the capacity of a central securities depository or which are otherwise transferable by book entry across securities accounts which it maintains.

(5) In relation to securities which are credited to securities accounts maintained by a person in the capacity of operator of a system for the holding and transfer of such securities on records of the issuer or other records which constitute the primary record of entitlement to them as against the issuer, [the Contracting State under whose law those securities are constituted] [the Contracting State in which the system is operated] may by a declaration provide that the person which operates that system is not to be regarded as an intermediary for the purposes of this Convention.

Article 2 Scope of the Convention and of the applicable law

(1) This Convention determines the law applicable to the following issues in respect of securities held with an intermediary –

(a) the legal nature and effects against the intermediary and against third parties of the credit of securities to a securities account, including whether the rights resulting from such a credit are property, contract, or other rights;

(b) the legal nature and effects against the intermediary and against third parties of a disposition of securities held with an intermediary;

(c) the requirements, if any, for perfection of a disposition of securities held with an intermediary;

(d) whether a person's interest in securities held with an intermediary extinguishes or has priority over another person's interest;

(e) the duties, if any, of an intermediary to a person other than the account holder who asserts in competition with the account holder or another person an interest in securities held with that intermediary;

(f) the requirements, if any, for the realisation of an interest in securities held with an intermediary; and

(g) whether a disposition of securities held with an intermediary extends to entitlements to dividends, income, other distributions or redemption, sale or other proceeds.

(2) This Convention does not determine the law applicable to –

(a) the contractual or other personal rights and duties of parties to a transaction in securities;

(b) aux droits et obligations contractuels ou de nature personnelle découlant des relations entre un intermédiaire et un titulaire de compte ; ou

(c) aux droits et obligations d'un émetteur de titres ou d'un agent de registre ou de transfert d'un tel émetteur à l'égard du titulaire des droits sur les titres ou de toute autre personne.

Article 3 Caractère international d'une situation

La présente Convention s'applique dans toutes les situations comportant un conflit entre les lois de différents États.

Article 4 Détermination de la loi applicable – Rattachement principal

(1) La loi applicable aux questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier, est la loi de l'État convenu entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent

Option A[1]

comme étant l'État dont la loi régit ces questions,

Option B[2]

comme étant l'État où est tenu le compte de titres,

à condition que l'intermédiaire pertinent ait, au moment de la conclusion de la convention, un établissement dans cet État, et que, soit,

(a) les inscriptions en comptes de titres soient effectuées ou suivies dans cet établissement ;

(b) l'administration des versements ou événements sociaux relatifs aux titres détenus auprès de l'intermédiaire soit réalisée par cet établissement ;

(c) un numéro de compte ou code bancaire ou autre moyen d'identification spécifique rattache la tenue de comptes de titres à cet établissement ; ou

(d) cet établissement exerce par ailleurs, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de comptes de titres [, soit seul, soit conjointement avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent dans cet État ou dans un autre État].

(2) Un établissement n'exerce pas, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de comptes de titres au seul motif que :

(a) les installations de traitement de données et de comptabilité de comptes de titres y sont situées ;

(b) des centres d'appel pour communiquer avec des titulaires de compte y sont situés ou exploités ; ou que

(c) les envois relatifs aux comptes de titres y sont organisés ou que le classement y est effectué.

(3) L'accord mentionné au paragraphe premier doit être exprès ou, à défaut, résulter de manière implicite des dispositions du contrat pris dans son ensemble.

Article 5 Détermination de la loi applicable – Rattachements subsidiaires

Si la loi applicable n'est pas déterminée selon l'article 4, cette loi est :

(a) la loi en vigueur dans l'État ou l'unité territoriale d'un État à plusieurs unités dont la loi régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent ;

(b) si la loi applicable ne peut pas être déterminée selon le paragraphe (a), la loi en vigueur dans l'État ou l'unité territoriale d'un État à plusieurs unités dans lequel l'intermédiaire pertinent exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, le lieu dans lequel est situé son principal lieu d'activité ; ou

(c) si l'intermédiaire pertinent est constitué ou organisé en vertu des lois d'un État à plusieurs unités, mais en vertu d'aucune des lois d'une unité territoriale, la loi de l'unité territoriale de cet État à plusieurs unités dans laquelle il exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, dans laquelle est situé son principal lieu d'activité[3].

Article 6 Critères exclus

Pour déterminer la loi applicable en vertu de la présente Convention, il ne sera tenu aucun compte des éléments suivants :

(a) le lieu d'organisation, de constitution ou du siège statutaire de l'émetteur de titres, de son administration centrale, de son lieu ou principal lieu d'activité ou de son principal établissement ;

(b) les lieux où les certificats représentant ou matérialisant les titres sont situés ;

(c) tout lieu où est tenu par ou pour le compte de l'émetteur des titres un registre des titulaires des droits sur les titres ;

(d) le lieu de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent.

Article 7 Insolvabilité

(1) L'ouverture d'une procédure d'insolvabilité en vertu d'une loi autre que la loi applicable en vertu de l'article 4 ou, le cas échéant, de l'article 5, n'affecte pas :

(a) la détermination des questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier, se rapportant à des titres qui ont été inscrits en compte ;

(b) un transfert de titres détenus auprès de l'intermédiaire pertinent rendu opposable conformément au droit de l'État du lieu de cet intermédiaire.

[1] Pour une version légèrement modifiée de l'Option A qui traite partiellement de la question de la loi applicable en relation avec un État à plusieurs unités dans l'article 4, voir l'annexe I (et aussi l'annexe II).

[2] Pour une version légèrement modifiée de l'Option B qui traite partiellement de la question de la loi applicable en relation avec un État à plusieurs unités dans l'article 4, voir l'annexe I (et aussi l'annexe II).

[3] Cette lettre (c) ainsi que les mots « l'unité territoriale d'un État à plusieurs unités » insérés aux lettres (a) et (b) constituent un essai de clarifier et de réduire les questions liées aux États à plusieurs unités qui, au demeurant, sont abordées à l'article 11.

(b) the contractual or other personal rights and duties arising from relations between an intermediary and an account holder; or

(c) the rights and duties of an issuer of securities or of an issuer's registrar or transfer agent, whether in relation to the holder of the securities or any other person.

Article 3 Internationality

This Convention applies in all cases involving a choice between the laws of different States.

Article 4 Determination of the applicable law – Primary rule

(1) The law applicable to the issues specified in Article 2(1) is the law of the State agreed by the account holder and the relevant intermediary

Option A[1]

as the State whose law governs those issues,

Option B[2]

as the State in which the securities account is maintained,

provided that the relevant intermediary has, at the time of the agreement, an office in that State, and

(a) entries to securities accounts are effected or monitored at such office;

(b) the administration of payments or corporate actions relating to securities held with the intermediary is performed at such office;

(c) an account number, bank code, or other specific means of identification identifies securities accounts as being maintained at such office; or

(d) that office is otherwise engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts [, whether alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary in that or another State].

(2) An office is not engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts merely because it is a place where –

(a) the technology supporting the bookkeeping or data processing for securities accounts is located;

(b) call centres for communication with account holders are located or operated; or

(c) the mailing relating to securities accounts is organised and file rooms are located.

(3) The agreement referred to in paragraph 1 must be express or, if not express, implied from the terms of the contract considered as a whole.

Article 5 Determination of the applicable law Fall-back rule

If the applicable law is not determined under Article 4, that law is –

(a) the law in force in the State or the territorial unit of a Multi-unit State under whose law the relevant intermediary is incorporated or organised;

(b) if the applicable law cannot be determined under paragraph (a), the law in force in the State or the territorial unit of a Multi-unit State in which the relevant intermediary has its place of business or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business; or

(c) if the relevant intermediary is incorporated or organised under the laws of a Multi-unit State and not those of one of its territorial units, the law in force in the territorial unit of that Multi-unit State in which the relevant intermediary has its place of business or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business.[3]

Article 6 Factors to be disregarded

In determining the applicable law under the rules of this Convention, no account shall be taken of the following factors –

(a) the place where the issuer of the securities is organised or incorporated or has its statutory seat, central administration, place or principal place of business or registered office;

(b) the places where certificates representing or evidencing securities are located;

(c) the place where a register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located;

(d) the place where any intermediary other than the relevant intermediary is located.

Article 7 Insolvency

(1) The opening of an insolvency proceeding under a law other than the law applicable under Article 4 or, as the case may be, Article 5 does not affect –

(a) the determination of issues specified in Article 2(1) in respect of securities that have been credited to a securities account; or

(b) a disposition of securities held with the relevant intermediary that has been perfected in accordance with the law of the State of the place of that intermediary.

[1] For a slightly modified version of Option A which partially addresses the Multi-unit State issue in the main provision of Article 4, see Appendix I (and also Appendix II).

[2] For a slightly modified version of Option B which partially addresses the Multi-unit State issue in the main provision of Article 4, see Appendix I (and also Appendix II).

[3] This paragraph (c) and the language inserted in paragraphs (a) and (b) referring to "the territorial unit of a Multi-unit State" may be seen as a way of clarifying and shortening the issues relating to Multi-unit States otherwise addressed in Article 11.

(2) La présente Convention ne porte pas préjudice à l'application de toute règle de droit matériel ou de procédure d'insolvabilité se rapportant :

(a) au rang des catégories de créances ou à la nullité d'un transfert effectué au mépris des règles sur la période suspecte ou en fraude des droits des créanciers ; ou

(b) à l'exercice de droits après l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité.

Article 8 Applicabilité générale de la Convention

La présente Convention est applicable même si la loi qu'elle désigne est celle d'un État non contractant.

Article 9 Exclusion du renvoi

Au sens de la présente Convention, le terme « loi » désigne le droit en vigueur d'un État, à l'exclusion des règles de conflit de lois.

Article 10 Ordre public et lois d'application immédiate

(1) L'application de la loi désignée par les dispositions de la présente Convention ne peut être écartée que si elle conduit à un résultat manifestement contraire à l'ordre public du for.

(2) La présente Convention ne porte pas atteinte aux dispositions de la loi du for dont l'application s'impose même aux situations internationales, quelle que soit la loi désignée par les règles de conflit de lois.

(3) Les dispositions de la loi du for imposant des conditions relatives à l'opposabilité ou se rapportant au rang entre droits concurrents ne peuvent être appliquées en vertu de cet article, sauf si la loi du for est la loi désignée par l'article 4 ou, le cas échéant, l'article 5.

Article 11 Détermination de la loi applicable en relation avec un État à plusieurs unités[4]

(1) Si le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu

Pour l'Option A à l'art. 4(1) : que la loi applicable est la loi d'une unité territoriale d'un État à plusieurs unités,

Pour l'option B à l'art. 4(1) : que le compte de titres est tenu dans une unité territoriale spécifique d'un État à plusieurs unités, ou dans un lieu déterminé situé dans une unité territoriale d'un État à plusieurs unités,

(a) la référence dans l'article 4, paragraphe premier à l'État convenu vise cette unité territoriale ;

(b) la référence à « cet État » dans la condition énoncée à l'article 4, paragraphe premier vise l'État à plusieurs unités lui-même.

(2) Un État à plusieurs unités peut déclarer que si,

(a) en vertu de l'article 4, le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu

Pour l'Option A à l'art. 4(1) : que la loi applicable est la loi d'un État à plusieurs unités, mais sans préciser la loi d'une unité territoriale spécifique de cet État à plusieurs unités,

Pour l'Option B à l'art. 4(1) : que le compte de titres est tenu dans cet État à plusieurs unités, mais sans préciser une unité territoriale spécifique de cet État à plusieurs unités,

(b) en vertu de l'article 5, la loi applicable est la loi de cet État à plusieurs unités ou de l'une de ses unités territoriales,

les règles de conflit internes en vigueur dans cet État à plusieurs unités déterminent si ce sont les règles de droit matériel de cet État à plusieurs unités ou d'une unité territoriale spécifique de cet État à plusieurs unités qui s'appliquent. Un État à plusieurs unités qui fait une telle déclaration [peut] [doit] communiquer des informations relatives au contenu de ces règles de conflit internes au Bureau Permanent.

(3) Si le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent

Pour l'Option A à l'art. 4(1) : ont convenu que la loi applicable est la loi d'un État à plusieurs unités, mais sans préciser la loi d'une unité territoriale spécifique de cet État à plusieurs unités,

Pour l'Option B à l'art. 4(1) : ont convenu que le compte de titres est tenu dans cet État à plusieurs unités, mais sans préciser une unité territoriale spécifique de cet État à plusieurs unités,

et que cet État n'a pas fait de déclaration en vertu du paragraphe 2 ou que cet État a fait une déclaration en vertu du paragraphe 2 mais les règles de conflit internes en vigueur dans cet État à plusieurs unités désignent la loi d'un autre État, la loi applicable est déterminée conformément à l'article 5.

(4) Un État à plusieurs unités peut déclarer que si la loi applicable en vertu de l'article 4 est la loi d'une de ses unités territoriales, la loi de cette unité territoriale s'applique uniquement si l'intermédiaire pertinent a un établissement dans cette unité territoriale exerçant une des activités mentionnées à l'article 4, paragraphe premier, sous-paragraphes (a) à (d). Une telle déclaration ne peut avoir aucun effet sur un transfert effectué avant que la déclaration ne devienne effective.

Article 12 Interprétation uniforme

Pour l'interprétation de la présente Convention, il sera tenu compte de son caractère international et de la nécessité de promouvoir l'uniformité de son application.

Article 13 Examen du fonctionnement pratique de la Convention

Le Secrétaire général de la Conférence de La Haye de droit international privé convoque périodiquement une

[4] Pour une proposition alternative de l'article 11, fondée sur la disposition principale (art. 4), qui traite partiellement des questions d'États à plusieurs unités, voir l'annexe I (et aussi l'annexe II).

(2) Nothing in this Convention affects the application of any rules of substantive or procedural insolvency law relating to –

(a) the ranking of categories of claim or the avoidance of a disposition as a preference or a transfer in fraud of creditors; or

(b) the enforcement of rights after the opening of an insolvency proceeding.

Article 8 General applicability

This Convention applies whether or not the applicable law is that of a Contracting State.

Article 9 Exclusion of choice of law rules (*renvoi*)

In this Convention, the term "law" means the law in force in a State other than its choice of law rules.

Article 10 Public policy and internationally mandatory rules

(1) The application of the law determined by this Convention may be refused only if the effects of its application would be manifestly contrary to the public policy of the forum.

(2) This Convention does not prevent the application of those provisions of the law of the forum which, irrespective of rules of conflict of laws, must be applied even to international situations.

(3) This Article does not permit application of provisions of the law of the forum imposing requirements with respect to perfection or relating to priorities between competing interests, unless the law of the forum is the law determined by Article 4 or, as the case may be, Article 5.

Article 11 Determination of the applicable law for Multi-unit States[4]

(1) If the account holder and the relevant intermediary have agreed

For Option A in Art. 4(1): on the law of a specified territorial unit of a Multi-unit State, then

For Option B in Art. 4(1): that the securities account is maintained within a specified territorial unit of a Multi-unit State, or at a specified place which is situated within a territorial unit of a Multi-unit State, then

(a) the reference to the agreed State in Article 4(1) is to that territorial unit;

(b) the reference to "that State" in the proviso to Article 4(1) is to the Multi-unit State itself.

(2) A Multi-unit State may declare that if,

(a) under Article 4, the account holder and the relevant intermediary have agreed

For Option A in Art. 4(1): on the law of that Multi-unit State without specifying the law of a particular territorial unit of that Multi-unit State,

For Option B in Art. 4(1): that the securities account is maintained in that Multi-unit State without specifying a particular territorial unit of that Multi-unit State,

(b) under Article 5, the applicable law is that of the Multi-unit State or one of its territorial units,

the internal choice of law rules in force in that Multi-unit State shall determine whether the substantive rules of law of that Multi-unit State or of a particular territorial unit of that Multi-unit State shall apply. A Multi-unit State that makes such a declaration [may] [shall] communicate information concerning the content of those internal choice of law rules to the Permanent Bureau.

(3) If the account holder and the relevant intermediary

For Option A in Art. 4(1): have agreed on the law of a Multi-unit State without specifying the law of a particular territorial unit of that Multi-unit State,

For Option B in Art. 4(1): have agreed that the securities account is maintained in a Multi-unit State without specifying a particular territorial unit of that Multi-unit State,

and that Multi-unit State has not made a declaration under paragraph 2 or that Multi-unit State has made a declaration under paragraph 2 but the internal choice of law rules in force in that Multi-unit State point to the law of another State, the applicable law shall be determined in accordance with Article 5.

(4) A Multi-unit State may declare that if the applicable law under Article 4 is that of one of its territorial units, the law of that territorial unit only applies if the relevant intermediary has an office within that territorial unit engaged in one of the activities mentioned in Article 4(1), sub-paragraphs (a) to (d). Such a declaration shall have no effect on dispositions made before that declaration becomes effective.

Article 12 Uniform interpretation

In the interpretation of this Convention, regard is to be had to its international character and to the need to promote uniformity in its application.

Article 13 Review of practical operation of the Convention

The Secretary General of the Hague Conference on Private International Law shall at regular intervals convene a

[4] For an alternative proposal of Article 11, based on a main provision (Art. 4) that partially addresses the Multi-unit State issues, see Appendix I (and also Appendix II).

Commission spéciale afin d'examiner le fonctionnement pratique de la Convention et l'opportunité d'apporter des modifications à celle-ci.

Article 14 Amendements à la Convention

(1) Un État contractant peut soumettre des propositions d'amendements à cette Convention au Secrétaire général de la Conférence de la Haye de droit international privé, lequel consultera alors les États contractants et [si une majorité de [deux tiers] des États contractants approuve la proposition] réunira une Commission spéciale en vue d'examiner les amendements proposés.

(2) Tout amendement approuvé par la Commission spéciale sera alors présentés sous forme de Protocole. Les articles 15 à 17 s'appliquent à ce Protocole.

Article 15 Signature, Ratification, Acceptation, Approbation ou Adhésion

(1) La Convention est ouverte à la signature de tous les États.

(2) La Convention pourra donner lieu à la ratification, à l'acceptation, à l'approbation ou à l'adhésion des États signataires.

(3) Un État qui ne signe pas la présente Convention peut y adhérer en tout temps.

(4) Les instruments de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion seront déposés auprès du Ministère des Affaires Étrangères du Royaume des Pays-Bas, dépositaire de la Convention.

Article 16 Organisations régionales d'intégration économique

(1) Une organisation régionale d'intégration économique constituée par des États souverains et ayant compétence sur certaines matières régies par la présente Convention peut elle aussi signer, accepter et approuver la présente Convention ou y adhérer. En pareil cas, l'organisation régionale d'intégration économique aura les mêmes droits et obligations qu'un État contractant, dans la mesure où cette organisation a compétence sur des matières régies par la présente Convention. Lorsque le nombre d'États contractants est pertinent dans la présente Convention, l'organisation régionale d'intégration économique n'est pas comptée comme État contractant en plus de ses États membres qui sont des États contractants.

(2) Au moment de la signature, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, l'organisation régionale d'intégration économique présente au dépositaire une déclaration indiquant les matières régies par la présente Convention pour lesquelles ses États membres ont délégué leur compétence à cette organisation. L'organisation régionale d'intégration économique doit informer sans retard le dépositaire de toute modification intervenue dans la délégation de compétence, y compris de nouvelles délégations de compétence, spécifiée dans la déclaration faite en vertu du présent paragraphe.

(3) Toute référence à « État contractant » ou « États contractants » dans la présente Convention s'applique également à une organisation régionale d'intégration économique, lorsque le contexte requiert qu'il en soit ainsi.

Article 17 Entrée en vigueur

(1) La Convention entrera en vigueur le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après le dépôt du troisième instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion prévu par l'article 15.

(2) Par la suite, la Convention entrera en vigueur :

(a) pour chaque État ratifiant, acceptant, approuvant ou adhérant postérieurement, le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après le dépôt de son instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion ;

(b) pour les unités territoriales auxquelles la Convention a été étendue conformément à l'article 18, paragraphe premier, le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après la notification visée dans l'article.

Article 18 État à plusieurs unités

(1) Un État à plusieurs unités pourra, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, déclarer que la Convention s'appliquera à toutes ses unités territoriales ou seulement à l'une ou à plusieurs d'entre elles, et pourra à tout moment modifier cette déclaration en faisant une nouvelle déclaration.

(2) Ces déclarations seront notifiées au dépositaire et indiqueront expressément les unités territoriales auxquelles la Convention s'applique.

(3) Si un État ne fait pas de déclaration en vertu du présent article, la Convention s'appliquera à l'ensemble du territoire de cet État.

Article 19 Rang entre transferts effectués avant et après l'entrée en vigueur de la Convention

Dans un État contractant, la loi applicable en vertu de cette Convention détermine le rang attaché à un transfert effectué avant l'entrée en vigueur de la Convention dans cet État par rapport à celui d'un transfert effectué après l'entrée en vigueur.

Article 20 Interprétation des accords conclus antérieurement à la Convention

Option A (si l'Option A à l'article 4, paragraphe premier, est adoptée)

(1) Les dispositions suivantes s'appliquent exclusivement à une convention régissant un compte de titres qui

Special Commission to review the practical operation of the Convention and to consider whether any amendments to this Convention are desirable.

Article 14 Amendments to the Convention

(1) A Contracting State may submit proposals for amendments to this Convention to the Secretary General of the Hague Conference on Private International Law, who shall then consult the Contracting States, and [if a majority of [two thirds] of the Contracting States approves the proposal] shall convene a Special Commission to consider the proposed amendments.

(2) Any amendments approved by the Special Commission shall be laid down in a Protocol. Articles 15 to 17 apply to this Protocol.

Article 15 Signature, ratification, acceptance, approval or accession

(1) This Convention shall be open for signature by all States.

(2) This Convention is subject to ratification, acceptance, approval or accession by the signatory States.

(3) Any State which does not sign this Convention may accede to it at any time.

(4) The instruments of ratification, acceptance, approval or accession shall be deposited with the Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of the Netherlands, Depositary of the Convention.

Article 16 Regional organisations

(1) A Regional Economic Integration Organisation which is constituted by sovereign States and has competence over certain matters governed by this Convention may similarly sign, accept, approve or accede to this Convention. The Regional Economic Integration Organisation shall in that case have the rights and obligations of a Contracting State, to the extent that that Organisation has competence over matters governed by this Convention. Where the number of Contracting States is relevant in this Convention, the Regional Economic Integration Organisation shall not count as a Contracting State in addition to its Member States which are Contracting States.

(2) The Regional Economic Integration Organisation shall, at the time of signature, acceptance, approval or accession, make a declaration to the Depositary specifying the matters governed by this Convention in respect of which competence has been transferred to that Organisation by its Member States. The Regional Economic Integration Organisation shall promptly notify the Depositary of any changes to the distribution of competence, including new transfers of competence, specified in the declaration under this paragraph.

(3) Any reference to a "Contracting State" or "Contracting States" in this Convention applies equally to a Regional Economic Integration Organisation where the context so requires.

Article 17 Entry into force

(1) The Convention shall enter into force on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after the deposit of the third instrument of ratification, acceptance, approval or accession referred to in Article 15.

(2) Thereafter the Convention shall enter into force –

(a) for each State subsequently ratifying, accepting, approving or acceding to it, on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after the deposit of its instrument of ratification, acceptance, approval or accession;

(b) for a territorial unit to which this Convention has been extended by a declaration under Article 18(1), on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after that declaration.

Article 18 Multi-unit States

(1) A Multi-unit State may at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession declare that this Convention shall extend to all its territorial units or only to one or more of them and may modify this declaration by submitting another declaration at any time.

(2) Any such declaration shall be notified to the Depositary and shall state expressly the territorial units to which the Convention applies.

(3) If a State makes no declaration under this Article, this Convention is to extend to all territorial units of that State.

Article 19 Priority between pre-Convention and post-Convention dispositions

In a Contracting State, the law applicable under this Convention determines the priority between a disposition made before the Convention entered into force for that State and a disposition made after the entry into force.

Article 20 Interpretation of pre-Convention agreements

Option A (if Option A in Article 4(1) is adopted):

(1) The following provision applies only with respect to an agreement governing a securities account which –

(a) a été conclue avant l'entrée en vigueur de la présente Convention conformément à l'article 17, paragraphe premier, et qui

(b) ne contient pas d'accord exprès, ou un accord résultant de manière implicite des dispositions du contrat pris dans son ensemble, sur la loi régissant les questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier.

(2) Un accord que le compte est tenu dans un État particulier est considéré pour les besoins de l'article 4, paragraphe premier, comme un accord sur la loi applicable aux questions à l'article 2, paragraphe premier.

Option B (si l'option B à l'article 4, paragraphe premier est adoptée)

(1) Les dispositions suivantes s'appliquent exclusivement à une convention régissant un compte de titres qui

(a) a été conclu avant l'entrée en vigueur de la présente Convention conformément à l'article 17, paragraphe premier, et qui

(b) ne contient pas d'accord exprès, ou un accord résultant de manière implicite des dispositions du contrat pris dans son ensemble, quant au lieu où le compte est tenu.

(2) Une désignation dans cette convention dont il peut résulter, selon la loi régissant la convention, que le droit d'un État déterminé s'applique à une des questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier, est considérée, pour les besoins de l'article 4, paragraphe premier, comme stipulant que le compte de titres est tenu dans cet État.

Article 21 Dénonciation

(1) Tout État contractant pourra dénoncer la Convention par une notification adressée par écrit au dépositaire.

(2) La dénonciation prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de douze mois après la date de réception de la notification par le dépositaire. Lorsqu'une période plus longue pour la prise d'effet de la dénonciation est spécifiée dans la notification, la dénonciation prendra effet à l'expiration de la période en question après la date de réception de la notification.

Article 22 Notifications par le dépositaire

A compléter.

[Autres clauses finales]

A compléter. Il a notamment été convenu d'inclure une clause générale sur les déclarations, y compris une disposition sur la possibilité de modifier une déclaration.

ANNEXE I

PROPOSITION ALTERNATIVE POUR L'ARTICLE 11 POUR LE CAS OÙ L'ARTICLE 4 TRAITE PARTIELLEMENT DES QUESTIONS D'ÉTATS À PLUSIEURS UNITÉS (SOUMISE PAR LE BUREAU PERMANENT)

Dans tous les projets de texte précédents, la question de la détermination de la loi applicable en relation avec un État à plusieurs unités avait été abordée, dans sa totalité, dans une disposition séparée (voir par ex. l'art. 9 dans le Doc. prél. No 10). Quelques commentaires reflétés dans le Document préliminaire No 14 semblaient en revanche indiquer que la rédaction de la disposition concernée pourrait être simplifiée davantage si quelques aspects de cette épineuse question étaient abordés directement dans l'article principal, c'est-à-dire dans l'article 4. Aussi, le Bureau Permanent a-t-il rédigé, à la demande du Comité de rédaction, deux nouvelles Options pour l'article 4 : chacune des Options est fondée sur l'une des deux Options originales proposées à l'article 4 dans le corps principal de ce projet (voir p. 308), mais introduit en plus une référence aux questions liées aux États à plusieurs unités. Si l'une de ces deux Options remaniées devait être retenue, elle remplacerait le texte original proposé à la page 308 et serait donc transposée à l'article 4, paragraphe premier.

Option A (remaniée)

Article 4

(1) La loi applicable aux questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier, est la loi en vigueur dans l'État ou l'unité territoriale d'un État à plusieurs unités convenu entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent comme étant l'État ou l'unité territoriale dont la loi régit ces questions, à condition que l'intermédiaire pertinent ait, au moment de la conclusion de la convention, un établissement dans cet État, quel qu'en soit le lieu, et que, [...]

Option B (remaniée)

Article 4

(1) La loi applicable aux questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier, est la loi en vigueur dans l'État ou l'unité territoriale d'un État à plusieurs unités convenu entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent comme étant l'État ou l'unité territoriale où est tenu le compte de titres, à condition que l'intermédiaire pertinent ait, au moment de la conclusion de la convention, un établissement dans cet État, quel qu'en soit le lieu, et que, [...]

Ces Options remaniées pour l'article 4, paragraphe premier ont pour effet principal de rendre superflu le paragraphe premier de l'article 11 tel que proposé dans le corps principal du texte (voir p. 310). Le texte de l'article 11 proposé ci-dessous s'applique aux deux options remaniées de l'article 4 présentées ci-dessus.

Article 11

(1) Un État à plusieurs unités peut déclarer que si,

(a) en vertu de l'article 4, le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu

Pour l'Option A (rem.) : que la loi applicable est la loi d'un État à plusieurs unités, mais sans préciser la loi d'une

(a) was made before this Convention entered into force pursuant to Article 17(1); and

(b) does not contain an express agreement, or an agreement implied from the terms of the contract considered as a whole, as to the law applicable to the issues specified in Article 2(1).

(2) An agreement that the securities account is maintained in a particular State shall be treated for the purposes of Article 4(1) as an agreement that the law of that State applies to the issues specified in Article 2(1).

Option B (if Option B in Article 4(1) is adopted):

(1) The following provision applies only with respect to an agreement governing a securities account which –

(a) was made before the Convention entered into force pursuant to Article 17(1); and

(b) does not contain an express agreement or an agreement implied from the terms of the contract considered as a whole, as to where the securities account is maintained.

(2) A provision in that agreement which would have the effect, under the law governing that agreement, that the laws of a particular State apply to the issues specified in Article 2(1) shall be treated, for the purposes of Article 4(1), as an agreement that the securities account is maintained in that State.

Article 21 Denunciation

(1) A Contracting State may denounce the Convention by a notification in writing addressed to the Depositary.

(2) The denunciation takes effect on the first day of the month following the expiration of twelve months after the notification is received by the Depositary. Where a longer period for the denunciation to take effect is specified in the notification, the denunciation takes effect upon the expiration of such longer period after the notification is received by the Depositary.

Article 22 Notifications by the Depositary

To be completed.

[Other final clauses]

To be completed. It was agreed to include a general clause on declarations, including a provision on possible modifications to declarations.

APPENDIX I

ALTERNATIVE PROPOSAL FOR ARTICLE 11
IF REFERENCES TO THE MULTI-UNIT STATE ISSUES
ARE MADE IN ARTICLE 4
(SUBMITTED BY THE PERMANENT BUREAU)

In all the previous drafts, the issue of how to determine the applicable law with regard to Multi-unit States was dealt with exclusively in a separate provision (see *e.g.*, Art. 9 in Prel. Doc. No. 10). Some of the comments reflected in Preliminary Document No 14 seemed to indicate, however, that the drafting of the relevant provision could be further simplified if some aspects of this complex issue were directly addressed in the main provision, *i.e.*, in Article 4. Thus, at the request of the Drafting Committee, the Permanent Bureau has drafted two new Options of Article 4. Each is based on one of the two original Options suggested under Article 4 in the main part of this draft (see page 309), but, in addition, builds in a reference to the Multi-unit State issues. If one of the following revisited Options of Article 4(1) were adopted, it would replace the original text suggested on page 309 and thus be moved to Article 4(1).

Option A (revisited)

Article 4

(1) The law applicable to the issues specified in Article 2(1) is the law in force in the State or territorial unit of a Multi-unit State agreed by the account holder and the relevant intermediary as the State or territorial unit whose law governs those issues, provided that the relevant intermediary has, at the time of the agreement, an office anywhere in that State, and [. . .]

Option B (revisited)

Article 4

(1) The law applicable to the issues specified in Article 2(1) is the law in force in the State or territorial unit of a Multi-unit State agreed by the account holder and the relevant intermediary as the State or territorial unit in which the securities account is maintained, provided that the relevant intermediary has, at the time of the agreement, an office anywhere in that State, and [. . .]"

The main effect of the approach taken in these revisited Options for Article 4(1) is to make paragraph (1) of Article 11 as suggested in the main part of the text (see p. 311) superfluous. The following draft for Article 11 contains language for both revisited Options of Article 4 presented above:

Article 11

(1) A Multi-unit State may declare that if,

(a) under Article 4, the account holder and the relevant intermediary have agreed

For Option A (rev.): on the law of that Multi-unit State without specifying the law of a particular territorial unit of

unité territoriale spécifique de cet État à plusieurs unités,

Pour l'Option B (rem.) : que le compte de titres est tenu dans cet État à plusieurs unités, mais sans préciser une unité territoriale spécifique de cet État à plusieurs unités,

(b) en vertu de l'article 5, la loi applicable est la loi de cet État à plusieurs unités ou de l'une de ses unités territoriales,

les règles de conflit internes en vigueur dans cet État à plusieurs unités déterminent si ce sont les règles de droit matériel de cet État à plusieurs unités ou d'une unité territoriale spécifique de cet État à plusieurs unités qui s'appliquent. Un État à plusieurs unités qui fait une telle déclaration [peut] [doit] communiquer des informations relatives au contenu de ces règles de conflit internes au Bureau Permanent[5].

(2) Si le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent

Pour l'Option A (rem.) : ont convenu que la loi applicable est la loi d'un État à plusieurs unités, mais sans préciser la loi d'une unité territoriale spécifique de cet État à plusieurs unités,

Pour l'Option B (rem.) : ont convenu que le compte de titres est tenu dans cet État à plusieurs unités, mais sans préciser une unité territoriale spécifique de cet État à plusieurs unités,

et que cet État n'a pas fait de déclaration en vertu du paragraphe premier ou que cet État a fait une déclaration en vertu du paragraphe premier mais les règles de conflit internes en vigueur dans cet État à plusieurs unités désignent la loi d'un autre État, la loi applicable est déterminée conformément à l'article 5.

(3) Un État à plusieurs unités peut déclarer que si la loi applicable en vertu de l'article 4 est la loi d'une de ses unités territoriales, la loi de cette unité territoriale s'applique uniquement si l'intermédiaire pertinent a un établissement dans cette unité territoriale exerçant une des activités mentionnées à l'article 4, paragraphe premier, sous-paragraphes (a) à (d). Une telle déclaration ne peut avoir aucun effet sur un transfert effectué avant que la déclaration ne devienne effective.

ANNEXE II

PROPOSITION POUR L'ARTICLE 11: MÉMORANDUM SOUMIS PAR LA DÉLÉGATION DES ETATS-UNIS (TEXTE EN ANGLAIS UNIQUEMENT)

[5] Cette version de l'article 11 reflète la conclusion provisoire tirée par le Comité de rédaction lors de sa séance à Londres, selon laquelle une référence aux règles de conflit internes devrait uniquement être faite en absence d'un accord (explicite ou implicite) entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent (c'est-à-dire en cas de rattachement subsidiaire) et lorsque les parties ont convenu que la loi applicable est la loi d'un État à plusieurs unités, sans préciser une unité territoriale spécifique. Une proposition pour une approche différente est contenue dans l'annexe II à ce projet de texte.

that Multi-unit State,

For Option B (rev.): that the securities account is maintained in that Multi-unit State without specifying a particular territorial unit of that Multi-unit State,

(b) under Article 5, the applicable law is that of the Multi-unit State or one of its territorial units,

the internal choice of law rules in force in that Multi-unit State shall determine whether the substantive rules of law of that Multi-unit State or of a particular territorial unit of that Multi-unit State shall apply. A Multi-unit State that makes such a declaration [may] [shall] communicate information concerning the content of those internal choice of law rules to the Permanent Bureau.[5]

(2) If the account holder and the relevant intermediary

For Option A (rev.): have agreed on the law of a Multi-unit State without specifying the law of a particular territorial unit of that Multi-unit State,

For Option B (rev.): have agreed that the securities account is maintained in a Multi-unit State without specifying a particular territorial unit of that Multi-unit State,

and that Multi-unit State has not made a declaration under paragraph 1 or that Multi-unit State has made a declaration under paragraph 1 but the internal choice of law rules in force in that Multi-unit State point to the law of another State, the applicable law shall be determined in accordance with Article 5.

(3) A Multi-unit State may declare that if the applicable law under Article 4 is that of one of its territorial units, the law of that territorial unit only applies if the relevant intermediary has an office within that territorial unit engaged in one of the activities mentioned in Article 4(1), sub-paragraphs (a) to (d). Such a declaration shall have no effect on dispositions made before that declaration becomes effective.

APPENDIX II

PROPOSAL FOR ARTICLE 11: MEMORANDUM SUBMITTED BY THE UNITED STATES DELEGATION (TEXT IN ENGLISH ONLY)

The United States delegation appreciates the idea of treating the issues relating to Multi-unit States in Article 4 (see Appendix I) and Article 5 (see main part of the text) directly, rather than by a more complex Article 11.

The United States delegation continues to believe, however, that it is possible to simplify Article 11 further. As it stands in Appendix I, a declaration made pursuant to Article 11(1) is effective with respect to the principal rule in Article 4 only if the agreement selects the law of the Multi-unit State, but does not appear to be effective where the agreement selects the law of a territorial unit thereof. Some of our prior drafts have also had that effect. Also, the language that the United States submitted before the London meeting could be read that way.

On further reflection, we have come to the view that this is not a good idea. We worry that we have come to a "magic words" rule – a declaration as to internal choice of law rules is effective if the agreement selects the law of the Multi-unit State but the declaration has no effect if the agreement selects the law of a unit of the Multi-unit State. That does not promote transparency, since resort to internal choice of law rules should be required whenever the parties so desire.

Furthermore, there are important constituencies in Multi-unit States who feel that a declaration device is important. Those constituencies may not be willing to accept a version of the Convention that makes the declaration effective only when the agreement between the account holder and the relevant intermediary selects the law of the Multi-unit State. We think that this issue is particularly important with respect to the continued effectiveness of federal law in Multi-unit States, which is a matter of significant concern. It is important that federal law be preserved with a high degree of certainty whether the parties have selected the law of the Multi-unit State or the law of a unit of that State. The most effective way to achieve that is through the declaration device. It would be undesirable from our perspective for any negative inference to arise from the current wording that federal law is overridden by the Convention where parties have agreed on the law of a unit of a Multi-unit State.

Thus, we would suggest that Article 11 be revised so that (a) if a declaration is made, internal choice of law issues are governed by the internal choice of law rules identified, and (b) if no declaration is made, the Convention rules operate directly. We suggest the following draft:

(1) A Multi-unit State may declare that if, the applicable law under Article 4 or 5 is that of the Multi-unit State or one of its territorial units, the internal choice of law rules in force in that Multi-unit State shall determine whether the substantive rules of law of that Multi-unit State or of a particular territorial unit of that Multi-unit State shall apply. A Multi-unit State that makes such a declaration [may] [shall] communicate information concerning the content of those rules to the Permanent Bureau.

(2) A Multi-unit State may declare that if the applicable law under Article 4 is that of one of its territorial units, the law of that territorial unit only applies if the relevant intermediary has an office within that territorial unit engaged in one of the activities mentioned in Article 4(1), sub-paragraphs (a) to (d). Such a declaration shall have no effect on dispositions made before that declaration becomes effective.

Sub-section (2) above is included to accommodate those States which may think it appropriate to limit the permissible scope of parties choice. It is not a provision which the United States feels is necessary, so we leave it to others.

We do not think it is necessary to have a special provision, such as paragraph (2) of Article 11 as suggested in Appendix I or paragraph (3) of Article 11 as suggested in the main part of the text, to prevent the internal choice of law rules of a Multi-unit State from referring to another State (capital S). That is already clear from the rule that the internal choice of law rules determine whether "the substantive law of that Multi-unit State or of a particular

[5] This version of Article 11 reflects a tentative conclusion reached at the London meeting of the Drafting Committee that a reference to internal conflict of laws rules should be made only in the absence of an (explicit or implied) agreement between the account holder and the relevant intermediary (*i.e.*, in a default situation) and when the parties have agreed on the law of a Multi-unit State without specifying a territorial unit. A proposal for an alternative approach is contained in Appendix II to this draft.

Les options A et B contenues à l'article 4(1) : un bref résumé des conclusions des discussions tenues lors des 9 ateliers de discussion régionaux en Asie, Europe et Amérique du Nord en juin et juillet 2002

SOUMIS PAR LE BUREAU PERMANENT

Document préliminaire No 16 de septembre 2002

INTRODUCTION

La présente note a pour objet de résumer dans les grandes lignes les *discussions tenues lors des Ateliers de discussion régionaux* sur les deux Options en article 4(1), telles qu'elles figurent au Document préliminaire No 15 (c'est-à-dire les Option A et Option B). La note contient également une nouvelle proposition d'article 4(1) destinée à tenir compte des observations présentées lors des Ateliers et à traduire l'état actuel des débats.

Résumé des discussions

Le Document préliminaire No 15 comporte deux Options pour l'article 4(1). Si ces Options se fondent toutes deux sur PRIMA comme facteur de rattachement unanimement accepté, elles adoptent des démarches différentes pour le concrétiser : l'Option A est simplement fondée sur la *loi désignée par l'intermédiaire pertinent et le titulaire de compte,* alors que l'Option B exige que ce choix désigne le *lieu de tenue du compte.* Lors des Ateliers de discussion régionaux, l'Option A a été bien accueillie et, en général, largement préférée à l'Option B. L'avis général dans presque toutes les réunions en Asie, Europe et Amérique du Nord était que la certitude et la prévisibilité recherchées dans cette Convention étaient mieux réalisées avec l'Option A. L'Option B fut considérée comme moins souhaitable et susceptible d'entraîner nombre de problèmes, dont les suivants[1] :

Vérification ultérieure des faits

Tout d'abord, en exigeant que les parties conviennent de la loi d'un Etat comme « Etat où est tenu le compte de titres », il y a un risque important qu'un tribunal puisse être tenté d'examiner si cette condition est remplie et de *vérifier* si le compte est *effectivement* tenu dans l'Etat convenu. Si le tribunal juge que cette condition n'est pas remplie, la règle sur les rattachements subsidiaires s'appliquera. Ceci pourrait donner lieu à l'application d'un rattachement subsidiaire dans un nombre significatif de cas, ce qui à son tour serait contraire à l'avis unanime selon lequel la règle sur les rattachements subsidiaires ne devrait s'appliquer que dans des cas exceptionnels (ceci résulte du fait que les rattachements subsidiaires ne sont pas fondés sur l'idée de traduire la « réalité » de l'acte de disposition, mais plutôt de fournir une « certitude ultime »). Il est donc clairement apparu qu'en application de l'Option B, une part considérable de la certitude et de la prévisibilité recherchées par la Convention serait perdue.

Alternativement, si l'Option B était interprétée comme signifiant qu'*il n'est pas nécessaire que le compte soit effectivement* tenu au lieu indiqué, cette disposition n'ajoute rien à l'établissement de la règle de PRIMA et serait superflue. A la lumière de ces considérations, l'une comme l'autre lecture de l'Option B sont assez problématiques.

Effets secondaires possibles

Ensuite, les *effets secondaires possibles* d'une telle désignation du lieu du compte ne sont pas clairs. Des préoccupations ont notamment été exprimées selon lesquelles la désignation du lieu du compte pourrait avoir des conséquences fiscales importantes, donnant lieu à des effets inattendus en droit fiscal interne. Le même argument a été également utilisé du point de vue opposé : il est bien possible que les parties souhaitent, notamment pour des motifs fiscaux, qu'un compte soit situé dans un Etat particulier, mais ne souhaitent pas que la loi de ce même Etat régisse les questions visées en article 2(1).

Il fut clairement convenu que ces questions fiscales et effets secondaires semblables devraient être laissés en dehors du cadre de la Convention et ne devraient pas nécessairement être envisagés pour la rédaction de l'article 4. Ceci a accru le souhait de prendre du recul par rapport à la démarche de l'Option B.

Référence aux règles de conflit internes dans les Etats à plusieurs unités

Enfin, l'Option B imposerait nécessairement une *référence aux règles de conflit internes* dans la clause sur les Etats à plusieurs unités (le Doc. prél. No 15 traite de cette question à l'article 11). Cette question peut être illustrée par un exemple familier discuté lors de la réunion de la Commission spéciale en 2001 : un intermédiaire est constitué au Delaware, dispose de bureaux en Ohio mais n'a pas de présence matérielle à New York et n'y exerce aucune activité. L'intermédiaire convient avec un titulaire de compte que les questions visées à l'article 2(1) de la Convention seront régies par le droit de New York. Un tel résultat ne pourrait être atteint par le seul mécanisme de l'Option B : aux Etats-Unis, et probablement dans de nombreux autres Etats, les parties à une convention de compte pourraient ne pas être autorisées ou ne pas être en mesure de désigner comme lieu de tenue du compte un lieu où l'intermédiaire n'a pas d'établissement et n'exerce pas d'activité. La seule possibilité pour parvenir au résultat souhaité est que la clause concernant les Etats à plusieurs unités comporte une disposition dirigeant les parties de l'Ohio (c'est-à-dire l'endroit où selon leur accord le compte est situé) vers New York. Le mécanisme permettant ce *renvoi interne* est l'application des règles de conflit internes de l'Ohio. Ce mécanisme a cependant été critiqué par de nombreux experts comme étant trop complexe. En outre, sa conception ne permet pas d'atteindre le résultat souhaité si l'unité territoriale désignée comme lieu de tenue du compte ne dispose pas de règles de conflit internes.

L'Option A évite le besoin d'une référence aux règles de conflit internes en permettant aux parties de désigner le droit applicable de toute unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, sans avoir à qualifier cette unité territoriale comme lieu de tenue du compte. Aussi, la démarche résultant de l'Option A pourrait-elle permettre de supprimer entièrement la référence aux règles de conflit internes de l'article 11.

[1] En ce qui concerne les débats lors des réunions européennes en particulier, on peut ajouter que si une nette préférence pour l'Option A s'est manifestée en général, certains participants à la réunion de Francfort ont déclaré avoir besoin de plus de temps pour considérer l'Option A. Une nette majorité des participants à cette réunion a cependant reconnu les problèmes liés à l'Option B résumés dans la présente note.

Bref résumé des ateliers de discussions

Options A and B in Article 4(1): A brief summary of the results of the discussions at the 9 regional discussion workshops held in Asia, Europe and North America throughout June and July 2002

SUBMITTED BY THE PERMANENT BUREAU

Preliminary Document No 16 of September 2002

INTRODUCTION

The purpose of this Memorandum is to *summarise* in broad terms the *discussions held at the Regional Discussion Workshops* on the two Options of Article 4(1) as contained in Preliminary Document No 15 (*i.e.*, Option A and Option B). The Memorandum also contains a *new proposal* for Article 4(1) that is intended to take into account the comments made at the Workshops and to reflect the current status of discussions.

Summary of the discussions

Preliminary Document No 15 contains two Options for Article 4(1). While both these Options are based on PRIMA as the unanimously accepted connecting factor, they take different approaches in substantiating it: Option A is simply based on the *law selected by the relevant intermediary and the account holder*, whereas Option B requires this choice of law to designate the *place of the maintenance of the account*. During the Regional Discussion Workshops, Option A was well received and, in general, clearly preferred over Option B. The general sentiment in nearly all of the meetings in Asia, Europe and North America was that Option A would better provide the certainty and predictability sought in this Convention. Option B was viewed as less desirable and potentially problematic for a number of reasons, including the following.[1]

The issue of "second guessing"

First, by requiring that the parties agree on the law of a State "as the State in which the securities account is maintained", there is a high risk that a court might be tempted to investigate whether this condition is fulfilled and to *second guess* whether the account is *really* maintained in the State agreed. If the court holds that this condition is not satisfied, the fall-back rule would apply. This might lead to the application of the fall-back rule in conceivably a significant number of cases. This, in turn, would be contrary to the unanimous view that the fall-back rule should apply in exceptional cases only (this is because the fall-back rule is not based on the premise to reflect the "reality" of the disposition but rather to give "ultimate certainty"). Thus, it became evident that under Option B, much of the certainty and predictability sought by the Convention would be lost.

Alternatively, if Option B were interpreted to mean that the *account need not actually be maintained* in the place designated, this provision adds nothing to the substantiation of the PRIMA rule and would be superfluous. In light of this, either reading of Option B is quite problematic.

Possible side effects

Secondly, it is unclear what the *possible side effects* of such a designation of the place of the account may be. In particular, concerns were raised that the designation of the place of the account might have significant tax implications leading to unexpected consequences under domestic tax laws. The same argument was also used from the opposite standpoint: it may well be that for tax purposes in particular, parties want an account to be located in a particular State, but do not want the law of that same State to govern the issues mentioned in Article 2(1).

It was clearly agreed that such tax issues and similar side effects should be left out of the scope of the Convention and should not need to be considered in drafting Article 4. This increased the desire for distance from the approach in Option B.

Reference to internal conflict rules in Multi-unit States

Thirdly, Option B would necessarily require a *reference to internal conflict rules* in the clause on Multi-unit States (Prel. Doc. No 15 addresses this issue in Art. 11). This issue may be illustrated by a familiar example discussed at the Special Commission meeting in 2001: an intermediary is incorporated in Delaware, has offices in Ohio but has no physical presence in New York and does not conduct any business from there. The intermediary agrees with an account holder that the issues mentioned in Article 2(1) of the Convention should be governed by the law of New York. Such a result would not be achievable with the sole mechanism of Option B: in the United States and likely in many other jurisdictions, parties to an account agreement may not be allowed to or may not be in a position to designate a place where the intermediary has no office and does not conduct any business as the place where the account is maintained. The only possibility to achieve the desired result is to have a provision in the Multi-unit State clause that would point the parties from Ohio – *i.e.*, the place where according to their agreement the account is located – to New York. The mechanism to achieve this *internal renvoi* is to apply the internal conflict rules of Ohio. This mechanism, however, has been criticised as too complex by many experts; in addition, its design fails to achieve the desired result if there are no internal conflict rules available in the territorial unit designated as the place where the account is maintained.

Option A avoids the necessity of referring to internal conflict rules by allowing parties to designate the applicable law of any territorial unit within a Multi-unit State, without having to qualify this territorial unit as the place where the account is maintained. As a result, the approach taken under Option A might lead to the possibility of dropping the reference to the internal conflict rules in Article 11 altogether.

[1] As for the discussions at the European meetings in particular, one might add that while in general, a clear preference for Option A emerged, some of the participants at the Frankfurt meeting said they would need more time to reflect on Option A. A clear majority of the participants at this meeting, however, acknowledged the problems underlying Option B summarised in this Memo.

Le problème des « mots magiques »

Au cours des débats, un autre problème est apparu à l'égard *à la fois* de l'Option A et de l'Option B. Dans le cadre de ces deux Options, l'intermédiaire pertinent et le titulaire du compte peuvent se voir imposer d'utiliser des « mots magiques » pour se conformer à l'exigence selon laquelle la loi choisie doit être la loi de l'Etat où le compte est tenu (Option B) ou la loi d'un Etat régissant expressément les aspects patrimoniaux visés à l'article 2(1) (Option A). Si les parties ne le faisaient pas, la règle sur les rattachements subsidiaires serait déclenchée, et, là encore, la certitude recherchée par la Convention serait réduite.

Si elle a été en général largement préférée à l'Option B, le problème des « mots magiques » a fait apparaître que l'Option A pourrait encore être améliorée. Bien que les parties à une convention de compte insèrent probablement dans celle-ci une clause de choix de loi indiquant le droit applicable aux questions *contractuelles* liées à leur accord, il est en effet assez peu probable en pratique qu'elles insèrent une clause de choix de loi spécialement destinée à régler les aspects *patrimoniaux* visés à l'article 2(1).

« Option A+ » : pas de mots magiques requis

L'Option A+ est apparue comme une tentative d'éviter la complication des « mots magiques ». Selon cette démarche légèrement modifiée, il est proposé que si une clause générale de choix de loi figure dans la convention de compte, elle devrait être considérée comme désignation valable en vertu de l'article 4(1) de la Convention.

Deux droits distincts pour deux questions distinctes

Cependant, les parties au contrat de conservation devraient encore avoir le droit d'indiquer des lois *différentes* pour les questions patrimoniales et contractuelles. Par exemple, un intermédiaire espagnol pourrait souhaiter convenir avec son titulaire de compte que les aspects contractuels de leur contrat soient régis par le droit anglais, mais les aspects patrimoniaux par le droit espagnol. Cette liberté permettrait aux parties de jouir des avantages de la loi qu'elles souhaitent voir appliquer à leurs obligations contractuelles, tout en évitant les concepts de droit patrimonial de cet ordre juridique qui ne leur serait pas du tout familier (tel que la sûreté [*charge*] anglaise dans cet exemple).

Pas de démarche à la carte

Pendant les Ateliers, il fut également souligné qu'il n'était pas souhaitable que le projet permette un choix de loi à la carte, les parties aux contrats de conservation choisissant des droits différents pour les divers aspects patrimoniaux énumérés à l'article 2(1). Le projet de Convention devrait l'expliciter.

Accord dans tout document pertinent

En outre, la disposition définitive devrait tenir compte de la situation où les parties n'intègrent pas leur(s) clause(s) de choix de loi dans le contrat principal, mais dans un accord annexe (souvent plus facile à modifier que le contrat principal). Ce point n'a pas été débattu lors des Ateliers, mais il semblerait trop restrictif d'exiger des parties qu'elles intègrent leur(s) clause(s) de choix de loi dans la convention de compte principale. La disposition devrait donc permettre aux parties de convenir du ou des droits applicables dans tout document pertinent.

La condition de réalité (« proviso ») : *une rédaction simplifiée*

Enfin, il a également été suggéré de reformuler la condition de réalité afin d'assurer que la référence à « l'établissement » ne figure qu'une fois dans les termes introductifs de la réserve et non pas à chaque alinéa. Ceci n'a pas pour objet de modifier la substance de la clause, mais uniquement de simplifier la rédaction[2]. En outre, la réserve doit être formulée de telle sorte qu'elle s'applique aux deux situations envisagées par la règle, c'est-à-dire lorsque les parties ont choisi une loi pour régir la convention de compte et lorsqu'elles ont convenu que les aspects contractuels seraient régis par un droit particulier et les aspects patrimoniaux, énumérés à l'article 2(1), par un autre droit.

Nouvelle proposition

A la lumière de ces observations, le Bureau Permanent propose de formuler l'article 4(1) de la manière suivante :

La loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier, est la loi en vigueur dans l'Etat convenu entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent comme régissant la convention de compte ou, s'ils ont convenu qu'une autre loi est applicable à toutes ces questions, cette autre loi. La loi désignée par la présente disposition ne s'applique que si l'intermédiaire pertinent a, au moment de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat, qui :

(a) effectue ou suit les inscriptions en comptes de titres ;

(b) réalise l'administration des versements ou événements sociaux relatifs aux titres détenus auprès de l'intermédiaire ;

(c) est identifié comme tenant des comptes de titres au moyen d'un numéro de compte ou code bancaire ou autre mode d'identification spécifique ; ou

(d) exerce par ailleurs, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de comptes de titres [, soit seul, soit conjointement avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent dans cet Etat ou dans un autre Etat].

Cette proposition de reformulation nécessiterait l'ajout d'un nouveau terme – c'est-à-dire convention de compte – aux définitions contenues à l'article premier. Cette définition pourrait être formulée de la manière suivante[3] :

« convention de compte » désigne la convention entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent régissant le compte de titres ;

* * * * *

Il serait vivement apprécié que cette nouvelle proposition puisse être prise en considération par les Etats membres et observateurs dans leurs observations sur le projet de texte figurant au Document préliminaire No 15.

[. . .]

[2] On pourra remarquer cependant que selon l'alinéa (c) remanié, c'est l'établissement qui est visé par un moyen d'identification, alors que dans l'alinéa (c) d'origine, ce sont les comptes de titres qui sont identifiés par ce moyen. Nous serions heureux de recevoir toute observation quant à savoir si ce changement apporte une modification matérielle ou non.

[3] Il est à noter que le Rapport explicatif expliquerait que la « convention de compte » ne figurerait pas nécessairement dans un document principal *unique*, mais pourrait consister en plusieurs documents, y compris des accords annexes, régissant également le compte de titres.

The problem of the "magic words"

In the course of discussions a further problem emerged in relation to *both* Option A and Option B. Under both these Options, the relevant intermediary and the account holder may be required to use "*magic words*" to comply with the requirement that the selected law be the law of the State where the account is maintained (Option B) or the law of State specifically governing the proprietary issues mentioned in Article 2(1) (Option A). If the parties fail to do so, the fall-back rule would be triggered and again the certainty sought by the Convention would be lessened.

While in general clearly preferred over Option B, this issue of the "magic words" revealed that Option A might be further improved. Although parties to an account agreement are likely to insert in their account agreement a choice of law clause designating the law applicable to the *contractual* issues of their agreement, in practice it is rather unlikely that they would insert a choice of law clause which is specifically designed to apply to the *proprietary* issues mentioned in Article 2(1).

"Option A+": no need for magic words

"Option A+" emerged as an attempt to avoid the complication of the "magic words". Under this slightly revised approach, it is suggested that if a general choice of law clause is used in the account agreement, this should be enough to satisfy the choice of law approach under Article 4(1) of the Convention.

Two different laws for two different issues

However, parties to the custody agreement should still be entitled to specify *different* laws for proprietary and contractual issues. For example, a Spanish intermediary may want to agree with its account holder that the contractual aspects of their agreement are governed by English law, but the proprietary aspects by Spanish law. This freedom would allow the parties to enjoy the advantages of the law they want to govern their contractual obligations, while at the same time avoid any property law concept of that legal order which might be completely unfamiliar to them (such as the English "charge" in the example above).

No à la carte *approach*

Also, during the workshops, it was stressed that it was not desirable for the draft to allow an *à la carte* choice of law, whereby parties to custody agreements select different laws for the different proprietary issues listed in Article 2(1). This ought to be made explicit in the draft Convention.

Agreement in any relevant document

Furthermore, the final provision ought to take into account the situation where the parties do not insert their choice of law clause(s) in the main agreement, but in a side agreement (which is often easier to modify than the main agreement). This point has not been discussed at the workshops, but it would appear to be too strict an approach to require the parties to insert their choice of law clause(s) into the main account agreement. Therefore, the provision should allow the parties to agree on the applicable law(s) in any relevant document.

The proviso: a simplified draft

Finally, it has also been suggested that the proviso be redrafted so as to ensure that the reference to the "office" only appears once in the introductory words to the proviso, but not in each of its sub-paragraphs. This is not intended to introduce any substantive change in the proviso, but merely to simplify the draft.[2] Also, the proviso has to be drafted in such a way that it applies to both situations envisaged by the rule, *i.e.*, where the parties have selected one law to govern the account agreement and where they have agreed that the contractual aspects should be governed by one law and the proprietary issues listed in Article 2(1) by another law.

New proposal

In light of these comments, the Permanent Bureau suggests drafting the Article 4(1) as follows:

The law applicable to all the issues in Article 2(1) is the law in force in the State agreed by the account holder and the relevant intermediary as governing the account agreement or, if they have agreed that another law is applicable to all such issues, that other law. The law designated under this provision applies only if the relevant intermediary has, at the time of the agreement, an office in that State, which –

(a) effects or monitors entries to securities accounts;

(b) administers payments or corporate actions relating to securities held with the intermediary;

(c) is identified as maintaining securities accounts by an account number, bank code, or other specific means of identification; or

(d) is otherwise engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts [, whether alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary in that or another State].

This suggested redraft would require a new term – *i.e.*, account agreement – to be added to the definition section in Article 1. This definition could read as follows:[3]

"account agreement" means the agreement between the account holder and the relevant intermediary governing the securities account;

* * * * *

It would be highly appreciated if this new proposal could be taken into consideration by the Member States and observers in their comments on the draft text contained in Preliminary Document No 15.

[. . .]

[2] One might point out, however, that under the revisited sub-paragraph (c), it is the *office* which is being identified by means of identification, whereas in the original sub-paragraph (c), it is the *securities accounts* which are identified by those means. We would be grateful for any comments as to whether this change introduces a substantive modification or not.

[3] It should be noted that the Explanatory Report would explain that the "account agreement" need not be contained in one *single* main document, but may consist of more than one document, including side agreements, which also govern the securities account.

Le projet actuel de Convention assure-t-il convenablement que l'intermédiaire pertinent (PRIMA) est identique pour tous les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire donné, ou une disposition particulière est-elle nécessaire pour parvenir à ce résultat ?

SOUMIS PAR LE BUREAU PERMANENT

Document préliminaire No 17 d'octobre 2002

INTRODUCTION

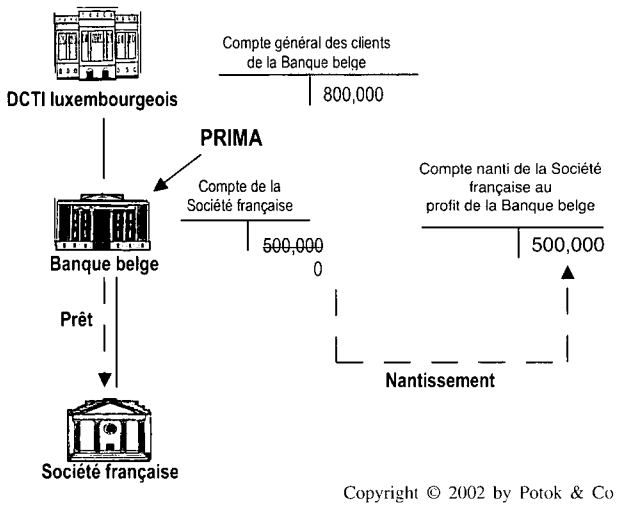
La présente Note traite de la question de savoir si une disposition particulière (c'est-à-dire un nouvel article 1(6)) devrait être insérée dans la Convention afin d'assurer que l'intermédiaire pertinent – PRIMA – soit identique pour tous les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire particulier, que le transfert revête la forme d'une sûreté, d'un transfert de propriété à titre de garantie ou d'un transfert de propriété pur et simple (voir la définition du terme « transfert »). Ce résultat est essentiel car tous les transferts affectent la situation des créanciers du cédant et des tiers ayant affaire à celui-ci ou aux titres après le transfert. Tout autre résultat permettrait aux parties de manipuler la désignation de loi applicable en modifiant la forme du transfert. Cela minerait la certitude que la Convention cherche à fournir.

La conclusion de la présente Note est à l'effet qu'en application du projet actuel de Convention (voir Doc. prél. No 15), la loi PRIMA est bel et bien *la même* pour tous les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire particulier. Le Bureau Permanent ne pense pas qu'une disposition supplémentaire accroîtra la certitude de ce résultat. Au contraire, nous pensons qu'une disposition supplémentaire est susceptible de rendre le texte plus complexe. Nous considérons plutôt que si une clarification supplémentaire est nécessaire, il serait plus efficace d'inclure dans le Rapport explicatif des exemples illustrant la façon dont la Convention s'applique aux diverses situations de fait. Les exemples suivants peuvent être considérés à cet égard :

Exemple 1

Une Société française détient 500.000 actions dans un compte de titres auprès d'une Banque belge. Celle-ci détient une position correspondante en actions dans un compte général *(omnibus)* auprès du DCTI luxembourgeois. Cette position, avec les titres d'autres clients de la Banque belge, s'élève à 800.000. La Banque belge accorde un prêt à la Société française. Celle-ci accepte de nantir les titres inscrits au crédit de son compte auprès de la Banque belge au profit de cette dernière pour garantir l'emprunt. Sur instructions de la Société française, la Banque belge rend le nantissement opposable en marquant le compte de la Société française auprès de la Banque belge comme étant nanti au profit de la Banque belge. Aucune inscription comptable n'est réalisée au niveau du DCTI luxembourgeois ou autre intermédiaire « supérieur ». Le schéma A ci-dessous illustre ce cas de figure :

Schéma A



Copyright © 2002 by Potok & Co

La Banque belge est clairement visée par la définition du terme « intermédiaire pertinent » à l'égard des titres crédités au compte de titres de la Société française auprès de la Banque belge immédiatement avant le transfert, car elle était l'intermédiaire teneur de compte pour la Société française. Le DCTI luxembourgeois ne tenait aucun compte pour la Société française ; il tenait un compte de titres collectif pour la Banque belge. Pour la même raison, il appert de cette définition que la Banque belge est « l'intermédiaire pertinent » à l'égard des titres portés au crédit du compte marqué dans ses propres livres comme étant nanti une fois le transfert effectué. La Banque belge serait donc l'intermédiaire pertinent conformément aux critères de mise en œuvre de PRIMA contenus aux articles 4 et 5 pour déterminer la loi devant régir les aspects visés à l'article 2(1) à l'égard des titres détenus par la Société française auprès de la Banque belge, y compris le transfert (sous forme de nantissement) de ces titres en faveur de la Banque belge.

Exemple 2

Une Société allemande détient 500.000 actions dans un compte de titres auprès d'une Banque londonienne. Celle-ci détient une position correspondante d'actions dans un compte général auprès du DCTI belge. Cette position, avec les titres d'autres clients de la Banque londonienne, s'élève à 800.000. La Banque londonienne accorde un prêt à la Société allemande. Celle-ci accepte de transférer les titres portés au crédit de son compte auprès de la Banque londonienne en faveur de cette dernière pour garantir l'emprunt. Sur instructions de la Société allemande, la Banque londonienne effectue le transfert en débitant les titres du compte de titres de la Société allemande auprès de la Banque londonienne et en les créditant dans ses propres livres au compte propre de la Banque londonienne. Aucune inscription comptable n'est réalisée au niveau du DCTI belge ou autre intermédiaire « supérieur ». Le schéma B ci-dessous illustre ce scénario :

Disposition particulière pour PRIMA?

Does the Current draft of the Convention Adequately Ensure that the Relevant Intermediary (i.e., PRIMA) is the Same for All Dispositions of Securities Held with a Particular Intermediary, or Is There a Need for a Specific Provision to Achieve This?

SUBMITTED BY THE PERMANENT BUREAU

Preliminary Document No 17 of October 2002

INTRODUCTION

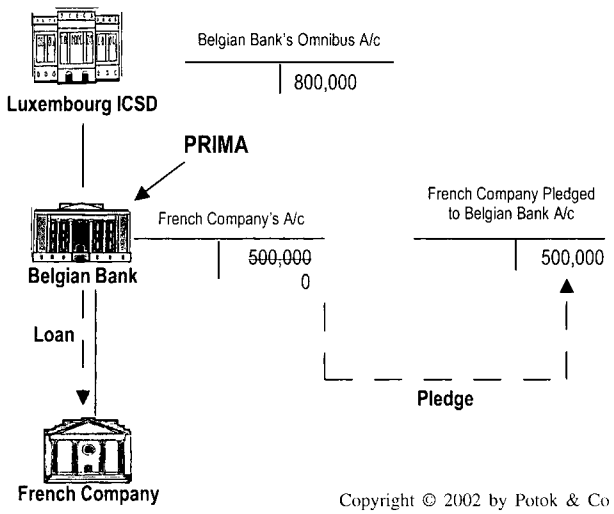
This Memo addresses the question of whether a specific provision (*i.e.*, a new Art. 1(6)) needs to be inserted into the Convention with a view to ensure that the relevant intermediary, and hence PRIMA, is the same for all dispositions of securities held with a particular intermediary, whether the disposition is in the form of a security interest, transfer of title by way of security or outright transfer (see the definition of "disposition"). This result is necessary since all dispositions have an effect on the transferor's creditors and third parties who deal with the transferor or the securities after the disposition. Any other result would allow parties to manipulate the choice of the applicable law by changing the form of the disposition. This would undermine the certainty that the Convention seeks to provide.

This Memo concludes that under the current draft of the Convention (see Prel. Doc. No 15), PRIMA is indeed *the same* for all dispositions of securities held with a particular intermediary. The Permanent Bureau is not persuaded that an additional provision will increase the certainty of that result; on the contrary, we believe an additional provision is likely to add to the complexity of the text. Instead, we consider that, if additional clarification is needed, it would be more productive to achieve that by including in the Explanatory Report examples that illustrate how the Convention applies to various fact patterns. The following examples might be considered in this respect:

Example 1

French company holds 500,000 shares in a securities account with Belgian bank. Belgian bank holds a corresponding position of shares in a general omnibus account with Luxembourg ICSD, which together with the shares of other customers of Belgian Bank amounts to 800,000. Belgian bank makes a loan to French company. French company agrees to pledge the securities credited to its account with Belgian bank to Belgian bank as collateral for the loan. Pursuant to instructions from French company, Belgian bank perfects the pledge by marking French company's account with Belgian bank as a pledged account in favour of Belgian bank. No accounting entries are made at the level of Luxembourg ICSD or any other "upper-tier" intermediary. Figure A below illustrates this fact pattern:

Figure A



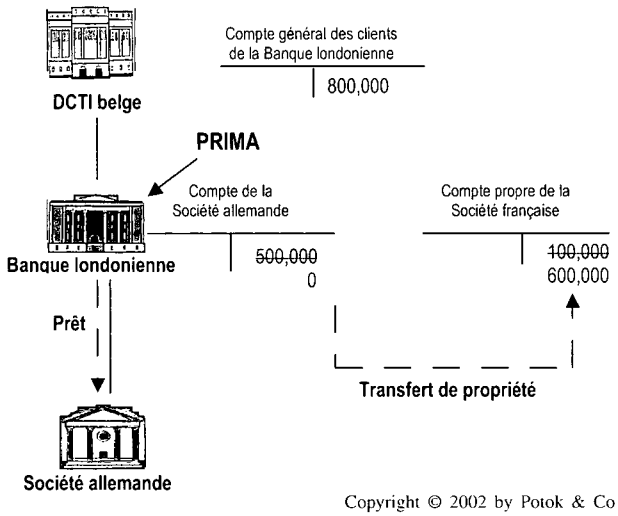
Copyright © 2002 by Potok & Co

Belgian bank clearly falls within the definition of the term "relevant intermediary" in respect of the securities credited to French company's securities account with Belgian bank immediately before the disposition because it was the intermediary that maintained the account for French company. Luxembourg ICSD did not maintain any account for French company; it maintained an omnibus securities account for Belgian bank. Likewise, it is clear from the same definition that, for the same reason, Belgian bank is the "relevant intermediary" in respect of the securities credited to the account marked as a pledged account on its own books upon the completion of the disposition. Thus, Belgian bank would be the relevant intermediary for purposes of applying the PRIMA tests of Articles 4 and 5 to determine what law governs the issues listed in Article 2(1) in respect of the securities held by French company with Belgian bank, including the disposition (in the form of a pledge) of those securities in favour of Belgian bank.

Example 2

German company holds 500,000 shares in a securities account with London bank. London bank holds a corresponding position of shares in a general omnibus account with Belgian ICSD, which together with the shares of other customers of London Bank amounts to 800,000. London bank makes a loan to German company. German company agrees to transfer the securities credited to its account with London bank to London bank as security for the loan. Pursuant to instructions from German company, London bank effects the transfer by debiting the securities from German company's account with London bank and crediting them to London bank's proprietary account on its own books. No accounting entries are made at the level of Belgian ICSD or any other "upper-tier" intermediary. Figure B below illustrates this scenario:

Schéma B



Copyright © 2002 by Potok & Co

La Banque londonienne est clairement visée par la définition du terme « intermédiaire pertinent » à l'égard des titres crédités au compte de titres de la Société allemande auprès de la Banque londonienne immédiatement avant le transfert, car elle était l'intermédiaire teneur de compte pour la Société allemande. Le DCTI belge ne tenait aucun compte pour la Société allemande ; il tenait un compte général pour la Banque londonienne. Pour la même raison, il appert de cette définition que la Banque londonienne est « l'intermédiaire pertinent » à l'égard des titres portés dans ses propres livres au crédit du compte propre une fois le transfert effectué. La définition d'un « intermédiaire » inclut les personnes tenant des comptes de titres pour leur propre compte tant qu'elles tiennent également des comptes de titres pour autrui et qu'elles agissent en qualité de teneur de compte pour elles-mêmes.

La conclusion à l'effet que la Banque londonienne est l'intermédiaire pertinent avant comme après la réalisation du transfert des titres est confirmée par l'article 1(2)(b). Cette disposition indique qu'un transfert (par la Société allemande) de titres détenus auprès d'un intermédiaire (la Banque londonienne) inclut un transfert (par la Société allemande) en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte (la Banque londonienne). La Banque londonienne serait donc l'intermédiaire pertinent conformément aux critères de mise en œuvre de PRIMA contenus aux articles 4 et 5 pour déterminer la loi applicable aux questions visées à l'article 2(1) en ce qui concerne les titres détenus par la Société allemande auprès de la Banque londonienne, y compris le transfert de ces titres en faveur de celle-ci. Il est à noter que ceci s'applique également à l'exemple 1.

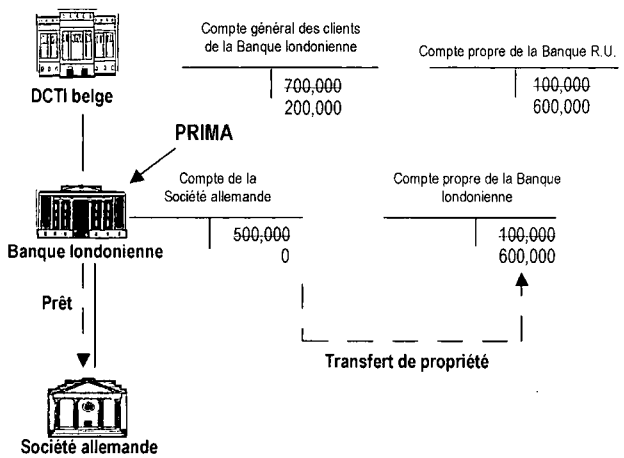
Par le passé, certains experts ont fait valoir que le DCTI belge deviendrait l'intermédiaire pertinent lors de la réalisation du transfert. Mais intermédiaire pertinent à l'égard de quoi ? Non pas du transfert par la Société allemande des titres qu'elle détient auprès de la Banque londonienne, et ce pour les raisons indiquées ci-dessus. Rien dans le projet actuel de Convention ne permet d'arriver à la conclusion contraire, et il n'y a pas plus de raison de penser que la conclusion contraire est plus véridique dans l'exemple 2 que dans l'exemple 1. Bien entendu, le DCTI belge était et demeure l'intermédiaire pertinent à l'égard de tout transfert par la Banque londonienne de tout titre qu'elle détient auprès du DCTI belge. Mais ce transfert est différent du transfert par la Société allemande des titres qu'elle détient auprès de la Banque londonienne.

Il ne s'agit pas de minimiser l'importance pratique, pour la Société allemande et pour la Banque londonienne, de la qualité des droits de la Banque londonienne sur les titres détenus auprès du DCTI belge. Si la Banque londonienne ne dispose pas d'un droit exécutoire sur les titres portés au crédit de son compte auprès du DCTI belge, elle pourrait ne pas disposer de suffisamment de titres pour couvrir ses obligations envers la Société allemande. Mais cette importance pratique (qui est aussi à prendre en considération avant le transfert par la Société allemande) ne transforme pas le DCTI belge en intermédiaire pertinent au sens des articles 4 et 5 par rapport au transfert des titres crédités au compte de la Société allemande auprès de la Banque londonienne.

Le projet actuel de Convention ne comporte pas non plus de disposition qui conduirait à un résultat différent si le Royaume-Uni appliquait le principe de la « transparence » (« *look-through* »). La Convention s'applique à la question du choix de la loi applicable indépendamment de la catégorisation en droit matériel des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Il est à noter que ce raisonnement s'applique aux trois exemples contenus dans ce Mémo.

Certains experts ont également fait valoir que le DCTI belge deviendrait néanmoins l'intermédiaire pertinent si, au moment du transfert par la Société allemande en faveur de la Banque londonienne des titres détenus auprès de cette dernière, le DCTI belge, agissant sur instructions de la Banque londonienne, transférait d'un compte à un autre la position correspondante de la Banque londonienne auprès du DCTI belge. Le schéma C ci-dessous illustre ce cas de figure :

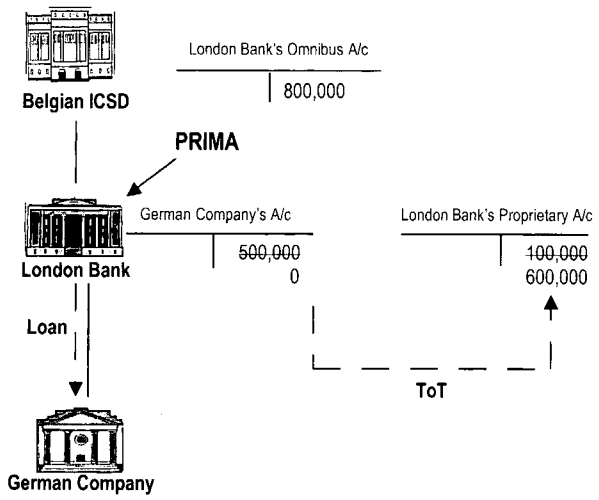
Schéma C



Copyright © 2002 by Potok & Co

En réalité, les banques du Royaume-Uni, et vraisemblablement les banques et courtiers d'autres pays, disposent habituellement d'au moins deux comptes auprès des intermédiaires supérieurs pour se conformer à la réglementation applicable leur enjoignant de séparer les actifs des clients de leurs propres actifs. Ils disposent habituellement d'au moins un compte pour les titres détenus pour des clients et un compte distinct pour leurs propres titres. Lorsqu'ils débitent le compte d'une personne dans leurs propres livres pour réaliser un transfert de propriété en leur faveur, ils donnent habituellement aussi instruction à leur intermédiaire supérieur de transférer un montant correspondant de titres de leur compte auprès de l'intermédiaire supérieur désigné « compte général des clients » vers leur compte auprès de cet intermédiaire supérieur désigné « compte propre ». Mais ils ne le font pas dans le but de se confor-

Figure B



Copyright © 2002 by Potok & Co

London bank clearly falls within the definition of the term "relevant intermediary" in respect of the securities credited to German company's securities account with London bank immediately before the disposition because it was the intermediary that maintained the account for German company. Belgian ICSD did not maintain any account for German company; it maintained an omnibus securities account for London bank. Likewise, it is clear from the same definition that, for the same reason, London bank is the "relevant intermediary" in respect of the securities credited to the proprietary account on its own books upon the completion of the disposition. The definition of "intermediary" includes persons who maintain securities accounts for themselves as long as they also maintain securities accounts for others and are acting in the capacity of maintaining accounts for themselves.

The conclusion that London bank is the relevant intermediary both before and upon the completion of the disposition of the securities is confirmed by Article 1(2)(b). That provision states that a disposition (by German company) of securities held with an intermediary (London bank) includes a disposition (by German company) in favour of the account holder's intermediary (London bank). Thus, London bank would be the relevant intermediary for purposes of applying the PRIMA tests of Articles 4 and 5 to determine which State's law governs the issues listed in Article 2(1) in respect of the securities held by German company with London bank, including the disposition of those securities in favour of London bank. Note that this point is equally applicable to Example 1.

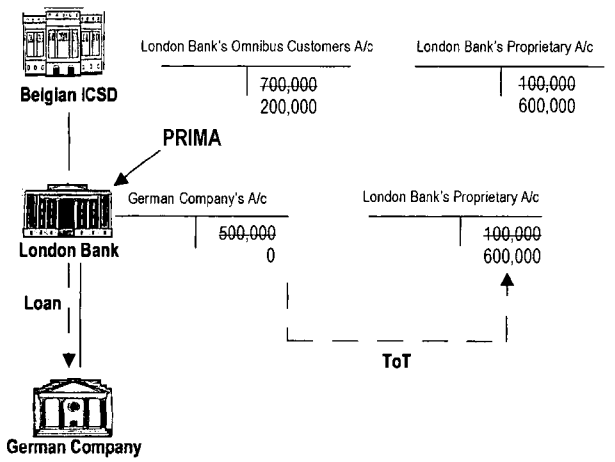
In the past, some experts have argued that Belgian ICSD would become the relevant intermediary upon the completion of the disposition. But relevant intermediary in respect to what? Not in respect of the disposition by German company of the securities held by German company with London bank, for the reasons stated above. Nothing in the current draft of the Convention provides any basis for the contrary conclusion, and there is no more reason to think that the contrary conclusion is true in Example 2 than in Example 1. Of course, Belgian ICSD was and continued to be the relevant intermediary in respect of any disposition by London bank of any securities held by London bank with Belgian ICSD. But that is a different disposition from the disposition by German company of the securities held by it with London bank.

This is not to minimise the practical importance to both German company and London bank of the quality of London bank's rights to the securities held with Belgian ICSD. If London bank has no enforceable interest in the securities credited to its account with Belgian ICSD, there may not be securities available to London bank to cover its obligation to German company. But that practical importance (which is equally true before German company's disposition) does not convert Belgian ICSD into the relevant intermediary for the purposes of applying the PRIMA tests of Articles 4 and 5 to the disposition of the securities credited to German company's account with London bank.

Nor is there anything in the current draft of the Convention that provides for a different result if the UK were a "look-through" jurisdiction. The Convention operates on the choice of applicable law issue independently of how securities held with an intermediary might be characterised for substantive law purposes. Note that this point is equally true with respect to all three examples mentioned in this Memo.

Some experts have also argued that Belgian ICSD would nevertheless become the relevant intermediary if, at the time of German company's disposition to London bank of the securities held with London bank, Belgian ICSD, acting upon instructions from London bank, moved London bank's corresponding position with Belgian ICSD from one account to another. Figure C below illustrates this fact pattern:

Figure C



Copyright © 2002 by Potok & Co

In fact, United Kingdom banks and probably banks and brokers from other countries typically maintain at least two accounts with upper-tier intermediaries to comply with applicable regulations requiring them to keep customer assets segregated from their own assets. They typically have at least one account for securities held for customers and a separate account for their own securities. When they debit a person's account on their own books to effect a transfer of title in their favour, they also typically instruct their upper-tier intermediary to transfer a corresponding amount of securities from their account with the upper-tier intermediary labelled "customers account" into their account with such upper-tier intermediary labelled "proprietary account". But they do not do so to satisfy any commercial

mer à une quelconque exigence du droit commercial; ils le font parce que les obligations réglementaires de ségrégation ne s'appliquent plus aux titres transférés.

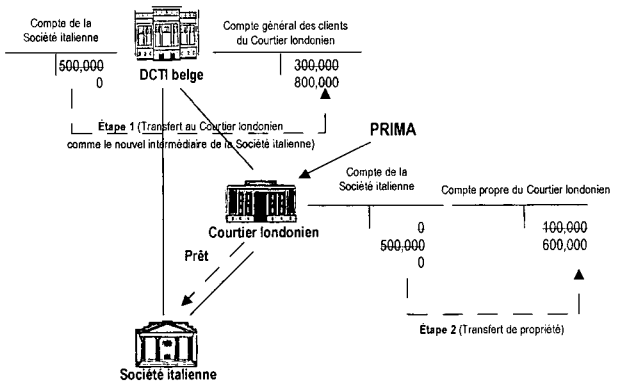
En outre, un tel transfert, inscrit dans les livres du DCTI belge, résulte d'instructions de la Banque londonienne et non d'instructions provenant de la Société allemande. Même après les deux transferts (l'un dans les livres de la Banque londonienne et l'autre dans les livres du DCTI belge), il n'existe aucune relation entre la Société allemande et le DCTI belge; l'intermédiaire pertinent est la Banque londonienne, qui continue de tenir à la fois un compte de titres de la Société allemande et un compte de titres pour elle-même. L'opération dans les livres du DCTI belge n'a rien à voir avec la garantie constituée par la Société allemande. Ce point apparaît plus clairement encore si on envisage la situation où la Banque londonienne réalise des opérations semblables pour 4 titulaires de comptes différents : dans les livres du DCTI belge, le résultat des instructions données au DCTI belge par la Banque londonienne est qu'un ensemble indifférencié de 2.000.000 actions détenues par la Banque londonienne auprès du DCTI belge est transféré de l'un de ses comptes à un autre.

La Banque londonienne est l'intermédiaire pertinent à l'égard des titres détenus et transférés par la Société allemande auprès et en faveur de la Banque londonienne. Rien dans le projet actuel de Convention ne permet de conclure que le DCTI belge devient l'intermédiaire pertinent à l'égard de ces titres du seul fait que, sur instructions de la Banque londonienne, le DCTI belge transfert d'un compte à un autre des titres détenus auprès de celui-ci par la Banque londonienne.

Exemple 3

Une Société italienne détient 500.000 actions dans un compte de titres auprès du DCTI belge. Un Courtier londonien accorde un prêt à la Société italienne. La Société italienne accepte de transférer les titres au Courtier londonien à titre de garantie pour le prêt. Elle le fait en deux étapes. D'abord, la Société italienne ouvre un compte de titres auprès du Courtier londonien et donne instruction au DCTI belge de transférer les titres du compte de la Société italienne auprès du DCTI belge vers le compte du Courtier londonien auprès du DCTI belge ; la Société italienne donne alors instruction au Courtier londonien de créditer les titres au nouveau compte de titres de la Société italienne auprès du Courtier londonien. Ensuite, la Société italienne donne instruction au Courtier londonien de transférer les titres détenus auprès du Courtier londonien en débitant les titres du nouveau compte de la Société italienne et en les créditant au compte propre du Courtier londonien (la seconde étape est identique à l'exemple 2).

Schéma D



Copyright © 2002 by Potok & Co

Le Courtier londonien étant devenu l'intermédiaire de la Société italienne (du fait de la première étape, l'ouverture du compte) avant tout transfert de titres en garantie du prêt, le Courtier londonien était (au moment de la deuxième étape, le transfert des titres) l'intermédiaire pertinent conformément aux critères de mise en œuvre de PRIMA contenus aux articles 4 et 5 à l'égard du transfert par la Société italienne des titres détenus auprès du Courtier londonien en faveur de ce dernier à titre de garantie pour le prêt.

Disposition particulière pour PRIMA?

law requirements; they do so because segregation requirements under applicable regulatory law no longer apply with respect to the transferred securities.

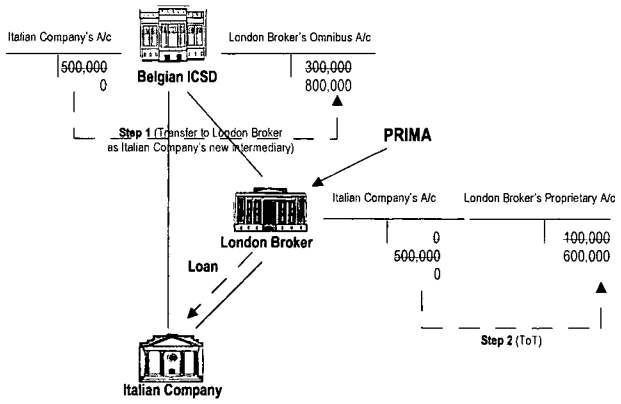
Moreover, any such transfer entered on Belgian ICSD's books results from instructions from London bank and not from instructions from German company. Even after the two dispositions (one on the books of London bank and one on the books of Belgian ICSD), there is no relationship between German bank and Belgian ICSD; the relevant intermediary is London bank, which continues to maintain both the securities account of German company and the securities account on its own behalf. The transaction on the books of Belgian ICSD has nothing to do with the pledge by German company. The point becomes even more apparent if one considers the situation where London bank conducts similar operations for 4 different account holders: on the books of Belgian ICSD, the result of London bank's instructions to Belgian ICSD is that an undifferentiated bundle of 2,000,000 shares held by London bank with Belgian ICSD are moved from one of its accounts to another.

London bank is the relevant intermediary in respect of the disposition of securities held and disposed by German company with and to London bank. There is nothing in the current draft of the Convention that provides any basis for concluding that Belgian ICSD becomes the relevant intermediary in respect of those securities merely because, upon the instructions of London bank, Belgian ICSD moves securities held by London bank with it from one account to another.

Example 3

Italian company holds 500,000 shares in a securities account with Belgian ICSD. London broker makes a loan to Italian company. Italian company agrees to transfer the securities to London broker as collateral for the loan. It does this in a two-step process. First, Italian company opens a securities account with London broker and instructs Belgian ICSD to move the securities from Italian company's account with Belgian ICSD to London broker's account with Belgian ICSD; Italian company then instructs London broker to credit the securities to Italian company's new account with London broker. Secondly, Italian company then instructs London broker to effect the transfer of the securities held with London broker by debiting the securities from Italian company's new account and crediting them to London broker's proprietary account on its own books. (The second step is identical to Example 2). Figure D below illustrates this fact pattern.

Figure D



Copyright © 2002 by Potok & Co

Because London broker became Italian company's intermediary (by means of step 1, the establishment of the account), before the disposition of any securities as collateral for the loan, London broker was (at the time of step 2, the transfer of the securities) the relevant intermediary for the purposes of applying the PRIMA tests of Articles 4 and 5 to the disposition by Italian company of the securities held with London broker to London broker as collateral for the loan.

Observations* reçues sur « L'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire » (Doc. prél. No 15) et sur « Les options A et B contenues à l'article 4(1) » (Doc. Prel. No 16)

Comments* received on the "Preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary" (Prel. Doc. No 15) and on "Options A and B in Article 4(1)" (Prel. Doc. No 16)

PRÉPARÉ PAR LE BUREAU PERMANENT

PREPARED BY THE PERMANENT BUREAU

Document préliminaire No 18 de novembre 2002

Preliminary Document No 18 of November 2002

Afin d'éviter tout contresens sur les observations soumises, le Bureau Permanent a reproduit (dans la mesure du possible) ces observations dans leurs langues et présentation originales.

In order to avoid any misrepresentation of the comments submitted, the Permanent Bureau has reproduced (as far as possible) these comments in their original form and language.

* * *

General comments

Argentina: The Argentine delegation, on behalf of our Government, would like to express its gratitude for the opportunity to make further comments on the Convention, and would also like to express our support and gratitude to the Hague Conference, and our full approval of the forthcoming adoption of the draft Convention at the Diplomatic Session. Notwithstanding the progress achieved in the search for a rule on the choice of law to determine the applicable law in the case of international dispositions and pledges of securities held, this Delegation wishes to make the following comments in respect of the draft Convention (see comments on Articles 1, 4, 5, 7, 11 and 20).

Belgium: We welcome the decision of the Hague Conference to convene a Diplomatic Session in December 2002 in order to try to finalise the draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary. As a general remark, we support the June 2002 preliminary draft Convention that seems to reflect fairly the outcome of our works started two years ago.

Denmark: All articles except for Article 4, and Article 7 and Article 11 seem generally to be satisfactory both with respect to substance and language and thus appear only to require minor adjustments. Consequently, the comments will focus on Article 4 and Article 7.

France : Ce projet d'instrument vise à déterminer la loi applicable à certaines opérations portant sur des titres inscrits en compte auprès d'un intermédiaire financier. Les opérations sur ce type de produits, et en particulier leur mise en garantie, est une technique très couramment utilisée afin d'obtenir du crédit. La situation actuelle en termes de conflit de lois est complexe, et partant, source d'imprévisibilité, ce qui conduit à une multiplication des risques pour les créanciers garantis et donc à une hausse du coût du crédit. En effet, si l'on s'en tient à la règle de conflit de lois traditionnelle en la matière, les aspects de « droit réel » des opérations sur des valeurs mobilières sont régis par la *lex rei sitae*. Ainsi, une difficulté pratique quasi-insurmontable se pose, celle de la localisation des titres. Comment en effet localiser des titres qui sont pour la plupart dématérialisés, c'est-à-dire qui n'ont pas d'existence corporelle ? La délégation française rappelle que ce projet de Convention « affecte », par certaines de ces dispositions, du droit dérivé communautaire existant. Ainsi, la Communauté a compétence exclusive quant à la négociation de certaines dispositions clefs de ce projet d'instrument.

Germany: The Federal Government would like to express its gratitude for the opportunity to make further comments on the Convention, and would also like to endorse the progress achieved so far in modernising and further developing the *lex cartae sitae* rule as well as to assure the Permanent Bureau of the Hague Conference of its support in the forthcoming adoption of the draft Convention at the Diplomatic Session. Notwithstanding the progress achieved in the search for a rule on the choice of law to determine the applicable law in the case of international dispositions and pledges of securities held, the Federal Government wishes to make the following comments in respect of the draft Convention, subject to comments of the European Union (see comments on Articles 1, 4, 5, 7, 11 and 20).

Latvia: Latvia agrees with the proposed draft of the future Convention.

Luxembourg: We welcome your decision to convene a Diplomatic Session in December with a view to finalising the draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary. The Luxembourg delegation would like to comment briefly on some key provisions set out in Working Document Nos 15 and 16.

Norway: [. . .] Norway would like to emphasize the importance of legal certainty as to choice of law regarding cross-border transactions, and in light of this we strongly support the proposed Convention.

* Les experts engagés dans les négociations renvoient communément au « problème de la page 37 » en référence à la page à laquelle le problème était examiné dans le Document préliminaire No 1 lors de sa diffusion aux Etats membres. Ce document est désormais publié dans le présent tome des Actes et documents et a été repaginé en conséquence. Le « problème de la page 37 » figure maintenant aux pages 46-48 du présent volume.

* The experts participating in the negotiations refer generally to the "page 37 problem" when making reference to the page at which this problem was examined in Preliminary Document No 1 when distributed among the Member States in a provisional version. This document is now published in this volume of the Proceedings and has been repaginated as a result. The "page 37 problem" can now be found on pages 47-49 of this volume.

Spain: Our opinion is absolutely favourable to the text. We consider that the "PRIMA rule" set forth in the Convention is a necessary rule nowadays, and therefore any proposal aimed to ensure its international recognition and application must be very much welcome and encouraged. Nevertheless, during the presentation and discussion (of Preliminary Document No 15) with both public authorities and private institutions, we have received several comments. After having considered thoroughly these comments, and taking into account that we are finishing the drafting process, our position can be summarised as follow (see comments on Articles 1, 2, 4, 7, 10 and 11; there is no particular comment in relation to the rest of the articles).

Switzerland: The most important changes in (Preliminary Document Nos 15 and 16) from the previous language, in our view, have occurred with regard to Article 4(1).

United Kingdom: The United Kingdom is encouraged by the progress that has been made, through the informal process and the work of the Drafting Committee, towards an agreed final formulation.

United States of America: We support the decision of the Hague Conference Secretariat to convene a Diplomatic Session in December 2002 to finalize the draft Convention on Certain Rights in Respect of Securities held with an intermediary. Because there has been sufficient movement toward consensus on the draft Convention, we anticipate that the Convention will be successfully concluded at the Diplomatic Session. We appreciate the opportunity to comment on Preliminary Document Nos 15 and 16. While we are very pleased with the progress that is being made on the principal outstanding issues, there are still three issues of key importance to the United States on which consensus has not yet been achieved. This letter will focus primarily on those issues and several related matters. However, this letter should be considered in the context of the consensus which we believe has been achieved. Eight articles (Articles 3, 4(2), 8, 9, 10, 12, 13, 15 and 16) appear to be finalized as to both substance and language; several of the remaining articles (Articles 1(2) and (4), 5, 6, 7, 14, 18, 19) would in our view only benefit from technical language changes but do not appear to present policy issues; and a few articles (Articles 1(5), 4(1)(d), and 17) reflect non-critical choices to be made at the Diplomatic Session which we do not expect to be controversial. Thus, from the United States perspective, Articles 2(2), 4(1), 11 require substantive attention to complete. As you know, the paramount objective of the Convention is to reduce risk and promote commercial transactions, investment, and the creation of economic value to the greatest extent reasonably possible. This objective can be achieved only if the rule established under the Convention would permit transacting parties to readily determine with a sufficient degree of *ex ante* legal certainty the applicable law for the largest number of important transactions. Thus, the rule must be practical and efficient, taking into consideration existing and foreseeable business practices. The first key issue is the achievement of consensus on Article 4. Option A+ is the strong preference of the United States because it provides for the greatest legal certainty. We note that in our view Option A+ eliminates the need for an interpretative rule for existing agreements. Thus adoption of Option A+ would permit the deletion of Article 20 of the draft Convention. The second key issue is the treatment of Multi-unit States. A dramatic simplification of Article 11, the Multi-unit clause, can be achieved if consensus is reached on either version of Option A of Article 4, together with a clarification in the Convention text that applicable national substantive law is preserved for Multi-unit States. The third key issue concerns various articles of the Convention (Articles 1(4), 2, 5, and 7) in which we think that the relationship between the paragraphs of the article is not clear because their coverage is potentially overlapping. In some legal systems, including the United States legal system, this would result in a lack of clarity when applying the Convention because there is no rule of construction that would operate to interpret the overlapping provisions consistently, and with predictable certainty. For that reason, it is essential that the relationship of those overlapping paragraphs be explicitly clarified in the Convention text.

ACSDA:[1] We the undersigned,[2] 14 Central Securities Depositories ("CSDs") from 14 countries across the Americas and Africa, very much appreciate your gracious invitation to submit this comment letter for your consideration. In aggregate, we act as intermediaries for tens of trillions of (U.S.) dollars worth of securities, the vast bulk of the securities in the Americas and Africa. In addition, our customers and subcustodians, many of which are also intermediaries, deal in (and pledge) a similarly large proportion of the world's securities. Consequently, your work is enormously important to us, and will significantly impact our customers and subcustodians. [. . .] We continue to strongly support the goal of the proposed Convention. We understand that goal to be to determine a test by which one will identify the law that governs the proprietary aspects of securities that are held by an intermediary, and used as collateral. This will reduce risk for pledgees. It will also benefit all in the industry, by squeezing uncertainty out of pledges that have cross-border components. As we understand it, this new Convention, once agreed to by the nations of the Hague Conference (and even those that are not part of the Conference), will do the following. It will allow parties dealing in those countries to know which law to follow in perfecting a pledge, when – for example – the locations of the pledgor, pledgee, CSD, certificate, issuer, registrar, and governing law in the custody agreement all point to different legal jurisdictions. We need certainty here. Anything less leaves us with the potential for conflicting conclusions. We also understand that over 30 national delegations to the Hague Conference will meet this December in a Diplomatic Session to select the test by which the Convention will determine the location of the relevant intermediary. Also that the proposed Convention is based on "PRIMA" (the "place of the relevant intermediary" approach). Under that approach, the laws of the nation or State of the relevant intermediary are the relevant laws. We believe that the proposal is a significant improvement over the current state of affairs. We strongly endorse the work that you are doing. We do, however, have a pragmatic industry concern with two of the alternative proposals that are being considered (see comments on Art. 4(1): Options A, A+, B). We would be deeply gratified if the future deliberations at The Hague were to reflect a sensitivity to these points. Once again, we greatly appreciate the opportunity to share our views with you. We hope that the important principles that we have highlighted will assist you in reaching the best solution possible in your deliberations. We will remain keenly interested in what we are certain will be your progress in forging a solution. Thank you for performing such an important service for the international financial industry.

EMTA: We appreciate your invitation to participate in discussions concerning the draft Convention and would like

[1] The institutions that subscribe to this letter are 14 of the 16 current ACSDA members.

[2] Please note that this letter reflects only our views as industry members, and is not meant to speak for regulators, ministries, or national delegations from our countries.

to take this opportunity to indicate our support for the project and make a few brief comments on certain open issues identified in Preliminary Document No 16 of September 2002 (the "September 2002 Memorandum"). [. . .] The accelerated schedule implemented by the Conference, culminating in the upcoming Diplomatic Session early next month, is expected to produce a welcome antidote to the currently very unclear state of the law applicable to dispositions of indirectly held securities. As you are aware, EMTA has participated throughout this process and we commend the approach of the Permanent Bureau in soliciting industry input both during and in between scheduled meetings. We have two major comments: First, we support the adoption of Option A+ in Article 4 of the draft Convention as proposed in the September 2002 Memorandum and second, we support the flexible definition of "security" as it currently appears in the draft Convention (Preliminary Document No 15, June 2002).

European Central Bank: [. . .] We would like to congratulate the Hague Conference one more time on the sophistication achieved in respect of the draft Convention. We acknowledge the efforts involved and would again like to express our sympathy for the general aim of the Convention project to achieve *ex ante* certainty for (cross-border) securities transactions. Generally speaking, compared to the previous versions, the recent draft of the Convention has benefited from numerous comments that had been made in the open consultations. This has lead to clarifications and improvements in several articles of issues, which were either unresolved or not fully transparent in the previous draft versions. In particular, the new wording of the transitional rule now contained in Article 19 has become far less dangerous to the validity of pre-acquired rights and the number of alternative factors for the determination of what could constitute the "maintenance of an account" has been significantly reduced. However, the central provision of the draft Convention, *i.e.*, Article 4, on the determination of the applicable law, still features two differing options. Apart from that, there are still numerous notions in the draft Convention, which could give rise to different interpretations and therefore legal uncertainty when trying to determine the applicable law to a disposition of securities. A number of more general issues could potentially have a considerable bearing on the existing legal framework in a number of jurisdictions. It is acknowledged that the stated aim of the draft Convention is to harmonise private international law only, and indeed nothing wider than this is within the competence of the Hague Conference. Nonetheless, it appears that the draft Convention would have tangential effects on laws of ownership. This is because the draft is founded *inter alia* on the following assumption: First, in the course of a securities transaction the contractual right (a right "*in personam*") of the securities' provider may be assimilated to a right *in rem* of the securities' receiver and vice versa without unforeseen side-effects. Secondly, rights arising in complex securities structures can be easily divided within one single jurisdiction into rights *in personam* and rights *in rem*. Finally, every jurisdiction in the chain of securities' intermediaries will come to the same characterisation of the investor's right in the securities, *i.e.*, whether it is contractual or property. For those legal systems, and there are many, which have not yet adopted a regime of interests in securities which resembles the "securities entitlement" approach of the revised Article 8 of the Uniform Commercial Code (UCC) in the United States of America, these assumptions could cause a blurring of the traditional borderlines between purely contractual rights and rights *in rem*. Any such approximation of contractual and property rights is likely to invigorate current debate on the need to adapt uniform substantive securities laws as well. It may usefully be recalled that the private international law provision in Article 8 UCC forms only one small part of a far larger code of law designed to eliminate uncertainties by providing a comprehensive legal structure for current securities holding practices. In particular, those countries might suffer a competitive disadvantage from a future Hague Convention, where traditionally the ownership in the securities is transferred directly and exclusively between the two parties of a transaction, whereby the intermediaries merely transfer possession over the securities or transact simple bookings. Therefore, from the European Union point of view it may be worth considering whether the private international law rule proposed in the draft Convention could only be implemented when it is accompanied by substantive law reforms (as was the case in the 1994 United States revisions to the UCC). It is noted that no information is available about the likely costs, benefit and impact of a measure in which the private international law element of an overarching reform is passed into law without the substantive reforms that have accompanied it in the past. Finally, there are still several points, which could be of concern to the Eurosystem, in particular as regards the interaction between the draft Convention and existing Community legislation including the respective national implementation thereof. A tentative in-depth analysis of the most relevant articles of the draft Convention is being conducted below (see comments on Arts. 1, 2, 4, 7, 9, 11, 19 and 20).

Fédération Bancaire de l'Union européenne: The European Banking Federation, representing approximately 3,000 commercial banks in Europe, very much appreciates the work undertaken under the auspices of the Hague Conference on Private International Law in order to adopt a Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary. We have taken note of the recent progress through the publication of Preliminary Document No 16 of September 2002 regarding Options A and B in Article 4(1). We continue to welcome and support the general approach in the draft Convention pursuant to which the applicable law would be the law of the place of the relevant intermediary ("PRIMA" approach). PRIMA is indeed capable of providing a more secure legal framework, increasing the cross border use of securities as collateral and thereby strengthening financial markets worldwide. However, some provisions of the draft Convention need to be revised, if a coherent legal instrument promoting legal certainty is to be produced.

ICSA: The International Councils of Securities Associations (ICSA)[3] appreciates the opportunity to comment on the preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary" of June 2002 (Hague Convention). We support the prompt finalization of the Hague Convention and applaud the Permanent Bureau of the Hague Conference on Private International Law (the "Permanent Bureau") for their efforts in bringing greater legal certainty to a broad range of financial transactions. ICSA believes that the Hague Convention will bring much needed clarification in the application of conflict of law rules in determining the enforceability of a transfer or pledge of collateral. This is particularly true with regards to transactions that involve a

[3] The membership of the International Councils of Securities Associations includes trade associations and self-regulatory associations for the securities industry in ten countries as well as a number of international trade associations. ICSA members represent the overwhelming majority of the world's equity, bond and derivatives markets. ICSA's objectives are: (1) to encourage the sound growth of international securities markets by encouraging harmonization in the procedures and regulation of those markets; and, (2) to promote mutual understanding and the exchange of information among ICSA members.

number of intermediaries through which collateral passes (such as transactions involving the pledge of book-entry securities as collateral). In this regard, we fully support the "place of the relevant intermediary approach" (or "PRIMA"), which provides for a much improved standard for deciding upon the appropriate law for determining the rights of a collateral taker. The finalization of the Hague Convention will have a positive impact on a wide range of financial transactions involving the pledge of collateral, such as secured loans, collateralized derivative transactions, repurchase transactions, and securities lending transactions. [. . .] We support the prompt finalization of the Hague Convention at the Diplomatic Session in December and stand ready to offer any assistance to realize this goal.

ISDA: As you know, various of our members attended the Special Commission of January 2002. A similar wide range of members from continental Europe, the United Kingdom, the United States of America and Japan participated in most, if not all, of the Regional Discussion Workshops held this summer to present and discuss the June 2002 preliminary draft. The universal reaction of our members to the Workshops was positive. They presented a valuable opportunity to consider more deeply the key principles underlying the proposed Convention and to work toward a consensus on the central issues. In your communication of 4th July, you indicated that it is intended that the final text of the Convention be considered at a Diplomatic Session to be held from 2nd-12th December, 2002, with the signing of the Final Act of the Diplomatic Session to take place on 13th December, 2002. We also understand that there will be no further meetings of any Special Commission or of the Drafting Committee and that there will be no further drafts of the proposed Convention prior to the Diplomatic Session, apart from the revised drafting of Article 4(1) proposed in the September 2002 Memorandum. We strongly support the conclusion of this project on this timetable, and we remain ready to offer any additional assistance that we can provide to that end. The principal remaining issues appear to be the approach and drafting of Article 4, as well as the final resolution of the Multi-unit State issues, covered in the June 2002 preliminary draft by Articles 11 and 18. It appears that the issues concerning pre-Convention dispositions, including relative priority between pre- and post-Convention dispositions, have largely been satisfactorily resolved in Articles 19 and 20 of the June 2002 preliminary draft (see comments on Art. 4(1): Options A, A+, B, and Art. 11: "Multi-unit States"). You may count on our continuing support for this important project, and in particular for final preparatory work leading, we firmly hope, to the completion and signature of the Convention at the Diplomatic Session in December.

Article 1(1): "securities"

Argentina: The term "securities" is defined very broadly as a result of the introduction of the wording "other financial instruments or assets (other than cash)". A consequence of this very wordy definition is, for example, that it also covers non-negotiable instruments and registered bonds. This holds the risk of a lack of legal certainty. Argentina supports the German point of view regarding the definition of securities. The following definition of the term "securities" is proposed in the interest of the Convention's purpose of regulation:

"Securities within the meaning of this Convention are, regardless of whether or not certificates have been issued,

1. shares, certificates representing shares, bonds, participation certificates, stock purchase warrants

2. other securities comparable to shares or bonds,

provided that they are capable of being traded on a market."

On the one hand, this definition has the considerable advantage of clearly enumerating what is meant by the term "securities" without, on the other hand, being conclusive, as is clear from number 2. Consequently, there is no risk that future financing instruments might be excluded. A further point in favour of the definition is the high degree of legal certainty as a result of the clear listing of the individual objects covered. At the same time, the question of cash funds not being covered by the scope of application is resolved without there being the need for an addition in parentheses, as in the current draft. Furthermore, the problems mentioned concerning the reference to the vague term "financial assets" do not arise. *OJEC* No L 141 of 11.6.1993, p. 27, recitals 9 to 11, Article 1 No 4). The proposed path has the great advantage that in making the fungibility of the securities, as well as the fact that they can be exchanged and circulated, the essential criteria, time deposits and savings bonds can be definitely excluded on the basis of the fact that it is not possible for them to be circulated.

Belgium: In this respect, we would like to stress in particular the need to stick to the agreed definition of securities (see previous comment in Preliminary Document No 9) that was extensively discussed in the past meetings and round of written comments. The current definition is simple and encompasses in our view what should be covered in the Convention, meaning all financial instruments whether directly or indirectly held.

Germany: The term "securities" is defined very broadly as a result of the introduction of the wording "other financial instruments or assets (other than cash)". A consequence of this very wordy definition is, for example, that it also covers non-negotiable instruments and registered bonds. This holds the risk of a lack of legal certainty in two respects: On the one hand, the scope of application of the Convention as regards the inclusion of receivables in the sense of non-negotiable instruments overlaps with Article 12 of the Convention on the law applicable to contractual obligations. Article 12 of the Convention on the law applicable to contractual obligations regulates the assignment of a right against another person conclusively. In this respect, difficulties will arise in delimiting between the two conventions with respect to receivables as a subject of regulation. In order to avoid this, a narrower scope of application which excludes non-negotiable instruments should be chosen. On the other hand, the use of the term "financial assets" gives the false impression that it might not unavoidably depend on these instruments and financial assets being held with an intermediary. There is a range of financial assets which do not have any connection with being held by an intermediary but which are still covered by the definition of the term "securities". From the German point of view, the definition therefore meets with serious reservations. The following definition of the term "securities" is proposed in the interest of the Convention's purpose of regulation:

"Securities within the meaning of this Convention are, regardless of whether or not certificates have been issued,

1. shares, certificates representing shares, bonds, participation certificates, stock purchase warrants

2. other securities comparable to shares or bonds,

provided that they are capable of being traded on a market."

On the one hand, this definition has the considerable advantage of clearly enumerating what is meant by the term

"securities" without, on the other hand, being conclusive, as is clear from number 2. Consequently, there is no risk that future financing instruments might be excluded. A further point in favour of the definition is the high degree of legal certainty as a result of the clear listing of the individual objects covered. At the same time, the question of cash funds not being covered by the scope of application is resolved without there being the need for an addition in parentheses, as in the current draft. Furthermore, the problems mentioned concerning the reference to the vague term "financial assets" do not arise. Lastly, the proposed definition of securities largely draws on formulations contained in EC Directives on insider dealing (*OJEC* No L 334 of 18.11.1989, p. 30, Article 1 No 2) and on investment services in the securities field (*OJEC* No L 141 of 11.6.1993, p. 27, recitals 9 to 11, Article 1 No 4). The proposed path has the great advantage that in making the fungibility of the securities, as well as the fact that they can be exchanged and circulated, the essential criteria, time deposits and savings bonds can be definitely excluded on the basis of the fact that it is not possible for them to be circulated.

Luxembourg: We understand that a number of delegations remain concerned by the definition of the term "securities". However, in defining the term "securities" the Convention avoids an additional conflict of laws issue. If the term "securities" was not defined, parties to a disposition would first of all have to consider whether the instrument, which is subject to a disposition, qualifies as a security in order to determine whether the Convention applies. This raises the private international law question as to which law determines whether an instrument qualifies as a security or not. If the definition of "securities" is upheld the parties to a disposition do not have to concern themselves with this question. Moreover, the broad definition of "securities" in the Convention leaves scope for market evolution. On the other side of the argument, an issuer may for, legal or other reasons, wish to issue instruments which do not qualify as securities. Whilst under the laws of the issuer and possibly under the law governing the instrument, such instrument might not qualify as a security, it may be that, due to the broad definition of the Convention, such instrument might qualify as security for matters covered by the Convention. However, it seems to us that the advantage in defining "securities" outweighs the above-mentioned disadvantage and therefore, we favour the present definition. At any rate it must be borne in mind that the definition of securities cannot be considered on a stand alone basis, as the Convention does not purport to cover all securities, but only those that may be entered into an account and transferred by way of book entries. Obviously, this narrows the scope of the definition of securities considerably.

Malaysia: The term "securities" is presently defined as follows:

"'securities' means any shares, bonds or other financial instruments or assets (other than cash), or any interest therein;"

Please clarify the reason for excluding "cash". Is the definition of "cash", limited to the physical currency in the form of notes and coins? Given that cash can and often is used as collateral – is it the intention that cash be treated as falling within the term "other financial instruments", or is it intended to exclude cash altogether? If this is indeed the case, what is the rationale for this? The term "other financial instruments" can be construed very widely. It appears to act as a "catch all". Thus whilst having the limited benefit of including types of securities that have not been envisaged, may have the unintended result of uncertainty *e.g.*, in transactions falling into the conventions application by default. As referred to above, the definition is wide and as such would arguably include Islamic financial instruments, even though those instruments are unlikely to be within the contemplation of the drafters of the Convention. For the avoidance of doubt, we propose that the expression "Islamic financial instruments" be included. It is proposed that the definition will be as follows:

"'securities' means any shares, bonds or other financial instruments or assets, <u>including Islamic financial instruments or assets</u>, (other than cash), or any interest therein."

Alternatively, if there is a preference for the text not to be changed, we propose that the inclusion of Islamic securities be footnoted as follows:

"'securities' means any shares, bonds or other financial instruments or assets (other than cash), or any interest therein."[4]

United States of America: We are supportive of a broad definition of securities, as currently found in the text for several reasons. First, the definition of "securities" does not determine the scope of the Convention; rather, the phrase "securities held with an intermediary" is the key operative language. The element of indirect holding is the crucial element and it serves (from a practical standpoint as well as the legal one) to limit the Convention's scope. Second, we believe that the scope of the Convention as articulated in Article 2 is appropriately narrow. We believe that the narrow scope provisions eliminate any effects on domestic regulatory or commercial law that a broad definition of securities otherwise might imply. Finally, a broad definition is beneficial because it is important that the Convention cover new products developed by the markets in the future without necessitating the amendment of the Convention.

EMTA: Insofar as the definition of "security" is concerned, we understand that there are some who favor restricting the scope of the term beyond the exclusion for cash. We strongly oppose any further restriction. If the purpose of the Convention were to govern transactions involving securities themselves we would, of course, consider a more restrictive approach appropriate. Choice of law rules for dispositions of assets in their "natural state" would very much depend on the type of asset involved. For assets already credited to securities accounts, however, which is the Convention's only domain, the choice of law rule should be uniform. It would be a great loss for market participants if the Convention's potential to eliminate conflicting and uncertain choice of law rules can be achieved only for *certain* assets in any given securities account. This would mean that parties seeking to obtain financing for a portfolio of assets held with an intermediary would need to bifurcate their analysis, thereby continuing to limit access to credit markets for financing indirectly held assets. We recognize, of course, that any given jurisdiction may (and many do) have an interest in limiting the ability of an intermediary to hold and deal in assets of various types. These limitations, which could increase or decrease over time, would continue to operate independently of the Convention. A limitation in the Convention, however, would freeze the applicability of the Convention's choice of law rule to those assets currently identified as appropriate for crediting to securities accounts in every jurisdiction. This

[4] The expression "bonds or other financial instruments or assets" includes Islamic financial instruments or assets.

would he a lasting and, in our view, unfortunate restriction on the Convention's applicability. We hope this definition can remain flexible, so as to allow maximum coverage and permit the inclusion of as-yet undeveloped asset-types, and leave any necessary or desirable restriction on an intermediary's ability to credit such assets to a securities account in the first instance to local substantive (including regulatory) law.

European Central Bank: It is noted that the definitions contained in Article 1(1) of the draft Convention are quite broad in their coverage. This might make the definitions difficult to understand and to apply. In particular, according to its wording the definition of "securities" extends to all kinds of financial instruments and assets. This may include certain contractual rights (*e.g.*, against the custodian or OTC derivative contracts etc.) and even bills of exchange, cheques and other commodities, as it does not seem to be impossible that any of those might be credited to a securities account, *e.g.*, by the way of securitisation. Such extensive application would conflict with a number of existing private international law rules. Besides the Geneva Convention on bills of exchange and cheques, international conventions on the treatment of contractual obligations might be concerned (*i.e.*, Article 12 of the Rome Convention). In the case of the Rome Convention it is therefore fundamental to distinguish which rights of a contractual nature would not be encompassed by the more traditional definitions of securities (like due diligence or reporting requirements). A case-by-case analysis of these issues, whereby the various types of rights would have to be examined (liability questions, interest or reporting requirements) could run counter to the intention of achieving *ex ante* certainty on the applicable law. It seems at least to be advisable to restrict the definition of securities more clearly, *e.g.*, by stating that financial instruments and assets have to be similar to the aforementioned securities. To the extent that there is an overlap with the Rome Convention, Article 4 of the draft Convention would come to different conclusions than Article 12 of the Rome Convention. First, the choice of the law applicable to securities transactions according to the draft Convention is in the hand of the parties to the custody agreement and not of the parties to the transaction as it is with respect to the Rome Convention. Secondly, according to the draft Convention the rights arising out of the custody agreement might be governed by the law of a different jurisdiction than the transfer of the respective right. On the contrary, according to the Rome Convention the law applicable to the transfer of a contractual right follows mandatorily the law applicable to the contract itself. Altogether, the draft Convention might therefore lead to significantly less legal certainty (in particular as regards the parties to a securities transaction), even though the choice of the parties under the Rome Convention does not entail any limitations like the "reality test" in the draft Convention. It is worth mentioning that the drafters of the Convention contend that the draft Convention would have priority within its scope of application over Article 12 of the Rome Convention.

Fédération Bancaire de l'Union européenne: We consider the definition provided for securities in the June 2002 preliminary draft to be considerably broad. This is especially true because of the insertion of the phrase "*other financial instruments or assets (other than cash)*". We realize that this definition is promoted in anticipation of all novel financial instruments that may appear in the market. However, such an approach has the regrettable side effect of creating legal uncertainty for the existing ones: mere contractual rights could qualify as financial instruments under this broad definition. From a European perspective Directive 2002/47/EC of the European Parliament and the Council on financial collateral arrangements (Official Journal L 168, 27/06/2002 pp. 43–5) defines "financial instruments" as:

"... shares in companies and other securities equivalent to shares in companies and bonds and other forms of debt instruments if these are negotiable on the capital market, and any other securities which are normally dealt in and which give the right to acquire any such shares, bonds or other securities by subscription, purchase or exchange or which give rise to a cash settlement (excluding instruments of payment)..."

The Collateral Directive approach tends to define securities by insisting on their intrinsic characteristics, in particular the market negotiability. Moreover, "*instruments of payment*" as such are excluded from the scope of the Directive rather than simply "*cash*". It is therefore suggested that:

- a more detailed definition of "*securities*" similar to the phrasing of the Collateral Directive be adopted; and
- an indicative list of "*securities*" be provided preferably under Article 1(1) or in the Explanatory Report, taking into consideration the criterion whether an instrument may be credited to an account.

Article 1(1): "intermediary"

Malaysia: The term "intermediary" is defined as follows:

"intermediary" means a person that in the course of business or other regular activity maintains securities accounts for others or both for others and for its own account and is acting in that capacity;

This definition needs to be amended to clarify who an intermediary is. As it stands, particularly read with the clarification in Article 1(2) it could in some instances include Central Securities Depositories. Further, what exactly does "acting in that capacity" mean? See also comments on Article 1(4) and Article 1(5).

European Central Bank: See comments on Articles (1)(3), (4) and (5).

Article 1(1): "securities held with an intermediary"

Argentina: Argentina supports the German comments to the effect that: In connection with the definition of "securities held with an intermediary" it is suggested that it be made clear either in the Convention or in the Explanatory Report on the Convention whether the term "credit" merely refers to a credit and not generally to any entry made. Should this be meant in the sense of an entry, not only the credit, but also the debit to a securities account would be covered as well. This would lead to a situation where both the right of the intermediary who posts an entry for the seller by debiting the securities account, as well as the right of the intermediary who posts an entry for the recipient of the disposition, would apply in respect of dispositions of a securities account. Certain aspects of legal certainty would point against such an interpretation of the term "credit" since understanding the term "entry" in this way would lead to the necessity of observing a number of legal orders where there is a chain of intermediaries.

Germany: In connection with the definition of "securities

held with an intermediary" it is suggested that it be made clear either in the Convention or in the Explanatory Report on the Convention whether the term "credit" merely refers to a credit and not generally to any entry made. Should this be meant in the sense of an entry, not only the credit, but also the debit to a securities account would be covered as well. This would lead to a situation where both the right of the intermediary who posts an entry for the seller by debiting the securities account, as well as the right of the intermediary who posts an entry for the recipient of the disposition, would apply in respect of dispositions of a securities account. Certain aspects of legal certainty would point against such an interpretation of the term "credit" since understanding the term "entry" in this way would lead to the necessity of observing a number of legal orders where there is a chain of intermediaries.

Fédération Bancaire de l'Union européenne: The term "credited to a securities account" defined: We would particularly welcome a definition of the notion "*credit(ed) to a securities account*" (to be found in arts. 1(1), 1(3)(b), 1(4), 2(1)(a)). More specifically, is this notion construed to include crediting only, or does it also include the overall operation of crediting securities to one account and debiting them from another? The answer to this question is of paramount importance in cases of invalid surrender of rights by the disponer.

Article 1(1): "Multi-unit State"

Spain: The concept of Multi-unit State is defined as "a State within which two or more territorial units . . . *have their own rules of law in respect of any of the issues specified in Article 2(1)*". This concept is used, thoughout the text of the Convention, in two articles: Article 11 and Article 18. We consider that the definition in Article 1 does work for Article 11 (dealing with internal conflicts-of-laws problems), but we think that it does not work for Article 18. The reason is simple: Article 18 deals with the spatial application of the Convention within States that: (a) have more than one political unit; and (b), though the Convention is ratified by the State itself, these units have autonomy to decide whether they want to be bound by the Convention or not. But these units may or may not have the same private law in respect of the issues specified in Article 2(1). In other words, the situation dealt with in Article 18 has nothing to do with internal conflicts-of-laws. It has to do with the political autonomy of a territorial unit to decide if it wants to be bound by an international treaty. That is why the definition stated in Article 1 for Multi-unit State does not work properly put in connection with Article 18. Having said that, we also have to emphasize that this is not an insurmountable difficulty for Spain because we are a Multi-unit State in the sense defined by Article 1: we do have some different private law in different territorial units.

Article 1(1): "perfection"

Malaysia: The term "perfection" is defined as follows:

"'perfection' means completion of any steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition;"

Under Article 2(1)(c), it is provided that the Convention determines the law applicable to the requirements, if any, for perfection of a disposition of securities held with an intermediary and that by Article 4, the law applicable to this issues is the law of the Stat(070) 346 9544e of the place of the relevant intermediary (PRIMA). In other words, Article 2(1)(c), read in conjunction with Article 4 and the definition of "securities" in Article 1, would mean that the law of the intermediary would be applied for the perfection of a security held with that intermediary and that would require taking such steps as would be necessary to render a disposition effective against third parties. The questions which arise are firstly, whether such steps would include steps not only at the level of the relevant intermediary but all the way through the tiers of intermediaries to the source where the securities are immobilised and secondly, whether by virtue of being a signatory to the Convention, an obligation would be imposed on a country (which is a Party to the Convention and is also the country where the relevant securities are immobilised) to give effect to the Convention by ensuring that it does whatever is necessary to fulfil the objective of the Convention which is to allow the disposition to be effective against third parties. If the answer to this latter question is in the affirmative, would not the effect of be that the relevant legislation in that country may need to be amended. To place the issue beyond doubt, we would recommend that the term "perfection" be re-defined as follows:

"'perfection' in relation to a relevant intermediary means completion of any steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition;"

Alternatively is it possible to provide a clarification of Article 2, which sets out the scope of the Convention? Based on the understanding and statements made during discussions at The Hague, that perfection will be confined to the level of the relevant intermediary, it remains a concern that the text of the Convention, as it now stands, does not appear to reflect this position. The intent of the Conference that the substantive laws of the countries ratifying the Convention are not affected should be made clear. *i.e.*, the Convention should not be the basis for effecting transactions which may not comply with requirements on shore. This clarification is very important, given its applicability to 3rd parties and the broad definition of "disposition".

Article 1(1): suggested additional definitions

Argentina: Argentina supports the German comments to the effect that: It must be pointed out that a definition of the following key terms used in numerous places in the text of the Convention is missing in paragraph 1:

- On the one hand, the term "liens" at the end of paragraph 2 is not clearly defined. It must be clarified in this respect that lien by operation of law only applies to receivables which have arisen in connection with the securities, *i.e.*, fees or expenses.
- On the other hand, the term "office" (*cf.* Article 4, paragraph 1(a) to (d)) is not defined. It is suggested in this respect that the term "office" be defined as being the place where the relevant intermediary performs a business activity using fixed facilities for an indefinite period.

Germany: It must be pointed out that a definition of the following key terms used in numerous places in the text of the Convention is missing in paragraph 1:

- On the one hand, the term "liens" at the end of paragraph 2 is not clearly defined. It must be clarified in this respect that lien by operation of law only applies to receivables which have arisen in connection with the

securities, *i.e.*, fees or expenses.

- On the other hand, the term "office" (*cf.* Article 4, paragraph 1(a) to (d)) is not defined. It is suggested in this respect that the term "office" be defined as being the place where the relevant intermediary performs a business activity using fixed facilities for an indefinite period.

Articles 1(2)(a) and (b) "arising in relation to the securities account" reinserted and "lien" defined

Fédération Bancaire de l'Union européenne: We would urge for reinsertion of the term "arising in relation to the securities account" which was included in previous preliminary documents, because it aligns the definition of disposition of securities held by an intermediary with the scope of the Convention under Article 2. For the same reason, the term "lien" must be specified in more detail as "lien arising directly from the custodial relationship".

Article 1(2)(a)

European Central Bank: Article 1(2)(a) might require further clarification whether it should read "a disposition on a securities account" rather than "a disposition of a securities account" or even both.

Article 1(2)(b)

Argentina: Argentina supports the German comments to the effect that: The words "arising in relation to the securities account" should be inserted following the word "intermediary" at the end of paragraph 2(b). These words were contained in Preliminary Document No 10. In addition, the intermediary's right of retention, which arises in relation to the securities held, should be put on an equal footing with the lien by operation of law, whereby the right of retention must remain restricted to connected receivables. The reference to a connection is intended to convey the fact that the intermediary's claim is based on the same legal relationship as the claim of the securities account holder (see also comments on Art. 1(1): suggested additional definitions).

Belgium: We would like to stress again the importance of current Article 1(2)(b) as it stands in order to provide legal certainty to statutory liens granted to intermediaries and operators of securities settlement systems for all exposures they may have against their clients as a result of the holding of securities accounts, including credit exposures. This is what was proposed in Working Document No 23 (dated January 15, 2002) and has been supported during the Conference meeting.

France: see comments on Article 2(1) and Article 2(2).

Germany: The words "arising in relation to the securities account" should be inserted following the word "intermediary" at the end of paragraph 2, sub-paragraph (b). These words were contained in Preliminary Document No 10. In addition, the intermediary's right of retention, which arises in relation to the securities held, should be put on an equal footing with the lien by operation of law, whereby the right of retention must remain restricted to connected receivables. The reference to a connection is intended to convey the fact that the intermediary's claim is based on the same legal relationship as the claim of the securities account holder (see also comments on Art. 1(1): suggested additional definitions).

European Central Bank: Article 1(2) expands the material scope of application of the draft Convention to all kinds of "liens by operation of law". It should be considered to limit this application to those liens arising from the acquiring, keeping and managing of the securities, as was the case in Preliminary Document No 10. This would be in line with the current practice in many securities settlement systems.

Article 1(3), (4) and (5)

Belgium: We would like also to support Article 1(3) to (5) (with the inclusion of the first option between bracket in paragraph (5)) in order to please those delegations that favoured the inclusion of domestic CSDs when holding domestic ("home") securities even though we still do not see conflicts of laws issues in such direct holdings pattern.

Norway: In Norway's view it should be considered an advantage that the draft Article 1(3) explicitly points out and clarifies which persons shall not be considered intermediaries for the purposes of this Convention.

Spain: In relation to paragraphs (3), (4), and (5) of Article 1, we have no particular problems with them, especially if we take into account the complexity of the situations they are tackling (see comments on Art. 1(4)).

Switzerland: We simply remind you of our concerns regarding what is now Article 1(3) (see Prel. Doc. No 14).

United States of America: We are satisfied that the proposed paragraphs address the issues of those central securities depositories that wish to be covered by the Convention, while permitting a State to exclude its depository under the circumstances outlined. We recommend that paragraph (4) be subject to both paragraphs (3) and (5), because (4) could otherwise be read to supersede both those paragraphs.

European Central Bank: In respect of personal scope application contained in Articles 1(3) to 1(5), it has been clarified that the draft Convention shall apply to every legal or natural person who (also) maintains a security account for others. This is stalling the argument which was possible under the previous draft that central securities depositories and security settlement systems are under no circumstances to be considered intermediaries in the sense of the Convention, as they offer no depository services and / or only perform intermediary functions between the issuer and the investor. A problem that might remain is the application of the draft Convention to multiple function entities (*i.e.*, those which are a true intermediary for some types of securities, whilst just standing between the issuer and the investor for others, such as CREST for United Kingdom and non-United Kingdom securities). It is not clear from the wording whether such entities would be excluded altogether from the scope of application of the draft Convention or whether they would be covered partially, depending on the types of securities concerned. In order to clarify this it has been suggested to insert at least the words "in its books" in the definition of "intermediaries" with respect to the maintenance of securities accounts. If the draft Convention should apply only partially to some entities the additional problem arises that the applicability of the draft Convention might have to be

checked for every single type of securities held within a portfolio of assets with such intermediary (see also comments on Art. 1(5)).

Article 1(4)

Argentina: Argentina supports the German comments to the effect that: We do agree with the express clarification of the fact that central securities depositories are to be regarded as intermediaries within the meaning of the Convention. In addition, it is suggested that the relevance of the second group mentioned be examined and explained. In this respect it does not seem to be clear what circumstances are to be covered by the last sentence "*or which are otherwise transferable by book entry across securities accounts which it maintains*". To the extent that it is decided that the second half of the sentence is relevant, it is requested that the two groups be referred to in two separate sentences for the sake of clarity.

Germany: We welcome the explicit clarification of the fact that central securities depositories are to be regarded as intermediaries within the meaning of the Convention. In addition, it is suggested that the relevance of the second group mentioned be examined and explained. In this respect it does not seem to be clear what circumstances are to be covered by the last sentence "*or which are otherwise transferable by book entry across securities accounts which it maintains*". To the extent that it is decided that the second half of the sentence is relevant, it is requested that the two groups be referred to in two separate sentences for the sake of clarity.

Malaysia: Moreover, upon a reading of Article 1(4) it would appear that CSDs, including the MCD would for the purposes of the Convention be regarded as an intermediary. This is contrary to the view expressed by the experts and perhaps should be clarified.

Norway: Norway would also like to emphasize the importance of Article 1(4), which in our view further clarifies the definition of an "intermediary".

Spain: We only consider necessary to underline that it is very important for us to keep paragraph 4, that is, to state expressly that the Convention is applicable to CSDs.

Fédération Bancaire de l'Union européenne: We would appreciate a clarification regarding the phrase "or which are otherwise transferable by book entry across securities accounts which it maintains". More precisely, which are factual situations envisaged by it?

Article 1(5)

Argentina: Argentina supports the German comments to the effect that: Paragraph 5 is intended to make it possible for Contracting States to exempt those central securities depositories who hold a primary register for the issuer from the scope of application of the Convention. Reservations exist in respect of the introduction of so-called opt-out possibilities in principle for reasons of legal certainty. It must be examined whether the creation of possibilities for making reservations is at all beneficial in respect of the purpose of the Convention, namely to create legal certainty and legal clarity. In addition, the provision currently leaves open at what point in time such a declaration of the Contracting State must be made. If it is intended that this only be possible at the point in time of ratification, consideration should be given to whether a Contracting State should be enabled to revoke this declaration at a later stage.

Australia: Article 1 relates to when a person is regarded as an intermediary for the purposes of the Convention. One comment was that Article 1(5) might be read as requiring a declaration that the Australian Stock Exchange's Clearing House Electronic Subregister System (CHESS) is not an intermediary. It was submitted that a declaration would be unnecessary because CHESS is clearly not an intermediary. A CHESS Subregister is maintained on behalf of an issuer and forms part of a company's register of members. On this basis, a CHESS Subregister does not intermediate interests between the members and the company. Rather, holders' property interests remain direct with the issuer of those securities. In contrast, CHESS Depositary Nominees is an intermediary. While investors hold a beneficial interest in products known as CHESS Depository interests, the legal title is held by CHESS Depositary Nominees. Similarly, the Austraclear system operated by the Sydney Futures Exchange intermediates interests because it holds the legal title to them and investors transfer equitable interests. Custodians or nominees that hold equitable interests on behalf of other parties are themselves intermediaries.

China: We prefer the phrase in the second brackets, *i.e.*, the declaration will be made by the Contracting State in which the system is operated.

Germany: The meaning of paragraph 5 was elucidated at the regional discussion workshop, according to which this provision is intended to make it possible for Contracting States to exempt those central securities depositories who hold a primary register for the issuer from the scope of application of the Convention. Reservations exist in respect of the introduction of so-called opt-out possibilities in principle for reasons of legal certainty. It must be examined whether the creation of possibilities for making reservations is at all beneficial in respect of the purpose of the Convention – namely to create legal certainty and legal clarity. In addition, the provision currently leaves open at what point in time such a declaration of the Contracting State must be made. If it is intended that this only be possible at the point in time of ratification, consideration should be given to whether a Contracting State should be enabled to revoke this declaration at a later stage.

Ireland: We would have a preference for a wording along the lines of "*the Contracting State under whose law those securities are constituted*".

Malaysia: Article 1(5) appears to allow an opt-out by specific persons in specific circumstances. An exception as such, seems to have been specifically drafted, at the expense of certainty, to cater for the interests and concerns of a limited group. However, it may be argued that invoking such a declaration to opt out would dilute the certainty of the legal position that the Convention seeks to provide. The application across jurisdictions of the definition of an "intermediary" and the application of the definition should be consistent.

United States of America: With respect to the choices proposed in paragraph (5), we think the Contracting State in which the system is operated is the appropriate State to make the declaration.

European Central Bank: So far there has been no assessment of the practical impact of the possibility under Article

1(5) for some central securities depositories and security settlement systems to opt out. This might bear new risks. Generally speaking, this could lead to distortions and be detrimental to the goal of creating a universal rule. This holds true in particular for those systems which act at the same time as a direct and an indirect holding system (like some of the Nordic systems) or which act both as a national and a foreign SSS (*e.g.*, in the case of CREST). It also would merit further investigation how such structure would relate to the designation regime established by the EC Settlement Finality Directive (see also the considerations below under Article 4). Moreover, according to the draft Convention, all levels of a transaction chain have to be considered individually when determining whether an interest has been validly transferred. Hence, each time a transaction involves a change in the books of a central securities depository or security settlement system for which the Convention has been opted out, the law applicable to that level of the transaction will not be determined by the Convention.

Fédération Bancaire de l'Union européenne: It is of primordial importance to clarify in exactly which circumstances an operator will be regarded as an intermediary. More precisely, the Explanatory Report must define the scope of the declaration by a Contracting State, taking into consideration the interrelationship of Article 1(3) on "transfer agents" and Article 1(5) on "operators".

Article 2(1) and (2)

Belgium: We support the distinction made in the Convention (Article 2(2)) between holding of securities and the associated proprietary aspects deriving from such holdings (Article 2(1)), covered by the PRIMA rule as laid down in the Convention, and the contractual aspects between parties to a securities transaction or between the intermediary and the holder of the securities account (or between the latter and the issuer of the relevant securities). We indeed believe that such distinction is desirable to achieve the objectives of the Convention (focusing on the "proprietary" aspects of indirectly holding, transferring and "pledging" book-entry securities without addressing assignment of contractual claims governed by different conflicts of laws rules) while recognizing at the same time that contractual aspects of the relationship between an intermediary and holders of securities accounts may be governed by a different law than the one selected pursuant PRIMA. This is what the new Option A+ is aiming at confirming in the context of Article 4(1). We do recognize however that some systems of laws qualify the nature of the rights of securities' holder as a securities entitlement based on a package of both *in rem* rights (co-proprietary rights) and personal rights and that this type of entitlements should be included in the Convention (since this is distinct from the mere contractual aspects of the relation between the intermediary and the holder as liability, termination, *force majeure*, custody services, etc.). We wonder whether this specific situation could not be addressed more adequately in the scope of the Explanatory Report.

France: L'objet de la Convention est de déterminer la loi applicable à certains droits sur des titres détenus par des intermédiaires. Le paragraphe 1 rend compte de toute une série d'opérations qui sont du « domaine de la loi applicable », d'une manière schématique, il s'agit essentiellement de soumettre à la loi applicable certains aspects réels d'un « transfert de titres » tel que défini à l'article 1(1), c'est-à-dire tout transfert de propriété, pur et simple ou à titre de garantie, ainsi que toute constitution de sûreté, avec ou sans dépossession. Le paragraphe 2 exclut quant à lui du domaine de la loi applicable les relations personnelles du titulaire du compte et de son intermédiaire, les relations personnelles des parties à un transfert de titres, les relations personnelles entre l'émetteur et le titulaire des droits sur les titres. La délégation française estime qu'il serait judicieux d'exclure du champ d'application du projet de Convention les « transferts » qui sont prévus par des dispositions législatives spécifiques au bénéfice du conservateur afin de pallier la défaillance de l'acheteur. La délégation française estime que ce type de garantie légale, est non seulement prévue afin de sanctionner la non-exécution d'une obligation personnelle découlant de la convention de tenue de compte entre le client et le teneur de compte, mais que, plus encore, ces règles spécifiques existent afin de préserver la fluidité du marché et de réduire les risques systémiques. A ce titre la délégation française s'interroge sur la notion de « privilège légal » visée à l'article 1(2)(b).

L'article 2 appelle les commentaires suivants: La délégation française s'interroge sur l'articulation entre l'article 2(1)(a), qui soumet à la loi applicable la « nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et de tiers de l'inscription de titres en compte de titres, y compris si les droits résultants d'une telle inscription sont de nature réelle, contractuelle ou autre » et l'article 2(2)(b).

Par exemple, si la loi désignée par l'article 4 estime que la nature des droits du titulaire résultants de l'inscription en compte sont des droits « contractuels », il s'ensuit nécessairement que la relation entre le titulaire du compte et l'intermédiaire peut s'analyser en un contrat (la convention de tenue de compte) portant, notamment sur un droit personnel (droit de créance qui découle de l'inscription en compte). En effet, dans cette hypothèse, l'inscription en compte ne fait que matérialiser une créance personnelle du titulaire du compte envers son intermédiaire. Or, l'article 2(2)(b) exclut expressément du domaine de la loi applicable, *« les droits et obligations contractuels ou de nature personnelle découlant des relations entre un intermédiaire et un titulaire de compte »*. Dans cette hypothèse, il apparaît donc que le tri sera extrêmement difficile à faire entre les droits personnels qui naissent de la convention de tenue de compte (exclus du champ de la convention) et les droits personnels qui naissent de l'inscription en compte (couverts par la convention). Quelle sera la règle de conflit de lois applicable à un transfert de titres si le droit désigné par l'article 4 estime que la nature des droits qui découlent de l'inscription en compte est de nature contractuelle ? Est-il certain que la future règle de conflit de lois conventionnelle s'appliquera dans les systèmes juridiques dans lesquels la nature des droits découlant de l'inscription en compte est personnelle ?

Une rédaction plus simple de l'article 2(1) (a) pourrait être proposée :

(a) la nature juridique des droits résultants de l'inscription en compte, y compris si les droits découlant d'une telle inscription sont de nature réelle, contractuelle ou autre.

Par ailleurs, afin de s'assurer que la règle de conflit de lois conventionnelle s'applique également dans des systèmes dans lesquels ne naît qu'un droit personnel de l'inscription en compte, Il pourrait être utile d'insérer devant l'article 2(2)(b), l'expression « sous réserve du paragraphe 1 ».

Malaysia: The scope of the Convention's applicability is drafted in very broad terms, encompassing, the character, nature, priority, requirements for perfection, duties of an intermediary, requirements for realisation and entitlements *vis-à-vis* an interest in indirectly held securities.

Such an all encompassing scope would be contrary to the assurances that the Convention is not intended to affect or impose changes to the substantive laws of a ratifying country.

Portugal: The Portuguese delegation considers that there is still need for a thorough analysis of the practical interconnections between paragraphs 1 and 2 of this article. The purpose of this analysis would be to assure that no jurisdiction excludes from the scope of the Convention, crucial aspects of an issue, where there is consensus among delegates, that those aspects should also be included.

Spain: In relation to multi-PRIMA conflicts, see comments on Article 7: Insolvency.

United States of America: Paragraphs (1) and (2) are potentially overlapping. Consensus has been reached that the Convention covers the proprietary issues specified in paragraph (1). Paragraph (2) excludes matters such as contractual rights and duties between the counterparties. However, in some legal systems, including that of the United States, the rights of an account holder with respect to securities credited to its account as against the intermediary and third parties, are hybrid rights, the contractual components of which cannot be neatly separated and excluded without doing harm to the intended coverage of paragraph (1). We recommend that the text and commentary take into account the fact that in some countries the account-holder has rights against its intermediary arising out of the credit of securities to securities accounts that are a hybrid of proprietary rights and contractual rights. These hybrid rights must not be excluded by paragraph (2), which excludes contractual rights and duties from the scope of the Convention. Without clarification of this matter in the text of the Convention, the apparent overlap of paragraphs (1) and (2) creates a lack of clarity for legal systems that now have, or may in the future adopt, such concepts relating to securities held through intermediaries. If this point is not clear in the text, there will be a risk that issues intended by all to be included under paragraph (1) will instead be excluded under paragraph (2). Clarity can be achieved through a simple textual emendation in a number of different ways. We propose two alternative texts, each of which should deal satisfactorily with this point; we prefer the first alternative because of its simplicity and its consistency with the style of the Convention (see Article 1(4)):

1. Add to the beginning of paragraph (2): *"Subject to paragraph (1)..."* or

2. *"Except to the extent otherwise provided in paragraph (1)..."*

European Central Bank: *Scope of the Convention*: Article 2(1)(a) states that the law determined in accordance with the draft Convention (*i.e.*, the law agreed between the parties of the custody relationship or the law of the State where the parties have agreed the account will be maintained) also defines the nature of the right of the account holder in respect of securities held with an intermediary. It also governs third-party effects of a disposition of securities to or the holding of securities on such securities account. However, the current wording does not provide a clear distinction between Article 2(1)(a) and Article 2(2)(b). According to Article 2(2)(b), the draft Convention does not determine the law applicable to contractual rights and duties arising from relations between the account holder and its intermediary. Thus, it remains unclear whether the application of the draft Convention is also excluded with respect to rights of the account holder against his intermediary which are explicitly related to the securities credited to the securities account and which have been characterised in accordance with Article 2(1)(a) of the draft Convention as contractual. A clarification of the draft would be helpful.

Effects on finality and irrevocability of dispositions of securities within a system: A further problem stemming from the formulation of Article 2(1) is the interrelation with the provisions on irrevocability and finality within the Settlement Finality Directive (SFD). The main goal of the SFD is to reduce the systemic risk associated with the participation in a system and to minimise the possible disruption to a system caused by insolvency proceedings against a participant. This is achieved in particular by ensuring the finality of settlement (*cf.* recital no. 9). Article 3 SFD stipulates that irrevocability and finality shall be ensured from the moment on that a transfer order is entered into a system as defined by its rules, whereby these rules must be in conformity with the law governing the system. As the law governing the system is in practice identical with the location of the system, Article 9(2) SFD effects most likely that the law applicable to securities transactions is identical with the law governing the system. Moreover, Article 10(2) SFD provides that the system has to indicate the participants in the system to the Member State whose law is applicable. From this, it can be derived that the SFD is based on the understanding that there is only one single legal regime governing a system and its rules.
In accordance with Article 2(1) of the draft Convention, the law determined by the Convention would also govern the irrevocability and finality of a disposition of securities. If the rule governing such determination (Article 4 of the draft Convention) allows certain participants deviating from the principle of uniformity of the rules of a system, *inter alia* more than one legal regime for the irrevocability and finality of transfers within a system might apply. Thus, different moments in time for transactions to be final might be established within one and the same system. This could endanger the soundness of the whole system. Moreover, if more than one law applies to a single system, there would have to be a split notification by more than one Member State to the Commission in accordance with Article 10 SFD. Otherwise the system is partially or fully outside the protection of the SFD. Consequently, the application of the draft Convention should not lead to a diluting of the integrity of a system by the application of the laws of more than one jurisdiction, depending on the participants and the custody agreements concluded between a system and the participant.
One possible solution would be to consider the Settlement Finality Directive as establishing a special regime for European Union systems and central banks, which would prevail over the principle contained in the Hague Convention as *lex specialis*. However, there exist different views whether such a solution is possible.

Article 2(1)(a)

France: see comments on Article 2(1) and (2).

Article 2(1)(c)

Malaysia: See comments on Article 1(1): "perfection".

Article 2(1)(g)

European Central Bank: *Effects on tax law*: It is acknowl-

edged that it is not the aim of the draft Convention to interfere with matters of tax law. However, by attributing that the law determined by the Convention would also extend to entitlements to dividends income, the distribution or redemption, sale or other proceeds, the draft Convention could have factual consequences as to the determination of the relevant jurisdiction for the tax effects of such disposition of securities. Moreover, it is noted that Article 2(1)(g) should rather read "an interest in" instead of "a disposition of".

Article 2(2)(b)

Canada: La délégation canadienne signale que, lorsqu'un choix aura été exercé entre les Options A et B (à l'article 4(1)), il serait utile d'envisager la fusion de l'alinéa 2(2)(b) et de l'article 6, qui ne formeraient alors qu'une liste unique, ou encore envisager leur suppression partielle ou complète.
The Canadian delegation notes that after a decision has been made between Options A and B (in Article 4(1)), it would be useful to consider whether or not Article 2(2)(b) and Article 6 should be collapsed into a single list or deleted partially or altogether.

France: See comments on Article 2(1) and (2).

Article 4(1):Options A, A+, B

Argentina: Argentina supports the BNP Paribas comments to the effect that: According to the vision adopted by the Convention, the issue has a simple legal answer from a theoretical point of view: a right against an intermediary in relation to securities is a personal right and the law applicable to it is the *lex contractus*. Option A is simply based on the law selected by the relevant intermediary and the account holder, whereas Option B requires this choice of law to designate the place of the maintenance of the account. We think that it is necessary, from a practical point of view (reflecting the realities of the market environment in which the parties operate, and taking into consideration operational safety), to regulate to some extent the choice the parties can make as to applicable law. Option B does just that: it does not depart from the *lex contractus* principle (*i.e.*, the parties are free to choose the place where the account will be maintained), but simply provides a set of objective criteria to establish a framework within which the parties can make such a decision. Our experience shows that the most convenient place to maintain an account is the country where the intermediary is located. The Government of Argentina endorses the support of Germany to Option B. This option takes the place where the securities account is maintained to be the decisive factor. The State in which the securities account is maintained is the objective criterion for deciding on the applicable law; the parties are merely free to agree which office is to maintain the account. What points against Option A is that there is no reference made whatsoever to the place where the office maintaining the securities account is located and that, as a result, insufficient account is taken of the so-called PRIMA principle. There are serious reservations in respect of Option A+: on the one hand, it goes against general principles of private international law for the applicable law concerning contracts to govern issues of property law. On the other hand, it is not clear why every other agreement along with the contract on opening the securities account should be referred to. The latter would mean a great degree of legal uncertainty especially *vis-à-vis* third parties. On the other hand, the Government of Argentina gives full support to the alternative submitted to your consideration by the Federal Government of Germany in respect of paragraph 1:

"The law applicable to the issues specified in Article 2(1) is the law of the State agreed by the account holder and the intermediary in the agreement on the place of maintenance of the securities account, provided that the intermediary has, at the time of the agreement, an office in that State, and

a) entries to securities accounts are effected or monitored;

b) the administration of payments or corporate actions relating to the securities held with the intermediary is performed,

c) account numbers, bank codes or other specific means of identification identifies securities accounts as being maintained,

d) securities accounts are otherwise maintained within the framework of a business or other regular activity, at such office."

The suggestion of the German Government takes into account the fact that the securities account must be maintained at a certain place, the legal order of which is to be applicable to the rights *in rem* and their assertion. It can in no way be concluded therefore that, in the age of Internet, the securities account in question will also be maintained at that place, since it is ultimately not possible in all countries to clearly determine the location due to the fact that securities are held in book entry form. In contrast to Preliminary Document No 15, the inclusion of the wording "at such office" is avoided in the list of criteria (a) to (d). The wording should be included before or after the list as a superior rank concept, since the intermediary must have an office in the place of that State whose law is applicable, and it must fulfil the criteria listed in (a) to (d). Lastly, in the interest of legal clarity, the criterion (d) has been more clearly and concisely worded. The draft contains complex multi-clause sentences which are not immediately comprehensible to the person applying the law. The intermediary must have an office in the place of that State whose law is applicable, and it must fulfil the criteria listed in (a) to (d) (see also comments on Art. 1(1): suggested additional definitions).

Australia: [. . .] In our view it should be sufficient for the parties to designate the applicable law without necessarily agreeing where the account is maintained. Where the parties believe the securities account is maintained would be a relevant and perhaps decisive factor taken into account by the parties in designating the applicable law. However, it should be open to the parties to designate the applicable law without necessarily reaching agreement on the place of the account. In particular, where the parties believe the account is maintained may or may not be where a court considers the account is in fact maintained. So long as there is an adequate connection between the account and the applicable law to justify the choice of applicable law that should be sufficient. In this regard, we note that each option for Article 4(1) includes a requirement for the relevant intermediary to have an office in the jurisdiction of the applicable law, which performs certain functions in relation to accounts. On this basis, we consider that Option A is preferable to Option B. Option A would however require the parties to agree which law governs the issues specified in Article 2(1), whereas the parties may agree more generally which law governs the securities account. As a general rule, we consider that where the parties include a choice of law clause in the agreement governing the securities account, that clause should be taken to provide the applicable law for the issues specified in Article

2(1). It should be sufficient for the parties to choose a governing law without necessarily turning their minds to the particular issues specified in Article 2(1). However, where the parties do agree on a governing law for the purposes of Article 2(1), Article 4(1) should give effect to that agreement. We consider that Option A+ is preferable to Options A and B on the basis that it supports this general rule, subject to a limited exception. In particular, we agree that it would generally be undesirable for the parties to select different governing laws for the different proprietary issues listed in Article 2(1), and note that Option A+ excludes this possibility. More generally, we question whether it would be desirable for the parties to choose different governing laws for proprietary as opposed to contractual issues, given the possibility that these issues would overlap and be interrelated. However, we support the exception on the basis that some parties may choose a governing law only for the purposes of Article 2(1) or other proprietary issues. In such cases, the parties have only specified which law governs a particular aspect of their agreement, rather than which law governs their agreement as a whole, so the general rule could not apply.

Belgium: We would like to confirm that the Belgian delegation is open to both Options A and B since both options achieve in our view the objective to define the place of the relevant intermediary for the sake of the modernisation of the *lex rei sitae* (*lex situs*) rule, by reference to the national law agreed by the intermediary and the account holder for governing the proprietary aspects relating to a securities account whether or not by going through a concept of "account location", provided in both cases that there are securities accounts managed by a relevant intermediary's office in the jurisdiction so selected. In this context, we would like to welcome the new alternative (called A+) proposed in Preliminary Document No 16 that, in our opinion, appears to provide more legal certainty in the PRIMA determination by avoiding the need to use the so-called "magic words" needed in current Option A ("to govern the issues specified in Article 2(1) of the Hague Convention"). We share the convincing reasoning developed in Preliminary Document No 16. The new A+ refers now to the law agreed as governing the account agreement which in most cases will be the only relevant law for our purposes but one cannot exclude that precisely because of the distinction between proprietary aspects and contractual aspects (see comments on Art. 2), the parties to a securities account may have to agree on the laws of country A to govern their custody agreement (for example by applying the laws of the head office's jurisdiction for all issues in relation to the services offered by the intermediary wherever the securities account may be held) and the laws of country B for the rights of the account holder on the securities recorded on its account, including therefore the rights deriving from the transfer of such book-entry securities, or for what concerns the creation, perfection and realisation of a security interest on such book-entry securities. In this case, the intermediary must have still an office in the jurisdiction the law of which will govern the proprietary aspects of the securities account, involved in such a business. In addition, we wonder whether the debate "mere agreement" *vs.* "objective criterion = location of the account" could not ultimately be regarded as theoretical since an "account" (including a securities account) is at the end nothing else than just an agreement between the account holder and the intermediary to record in book-entry form (that is in fact to hold in computer processing with correlative book-keeping) assets (generally in fungible form) held by the second in the name or on behalf of the first, and for that purpose to submit such assets to a specific law that will govern the rights of the account holder on the assets so recorded (and the respective duties of the intermediary). In fact, from our point of view, a securities account is nothing else than an account agreement (see the definition proposed in Prel. Doc. No 16) that will in fact create, subject to the conditions organised by the law governing the account agreement, the rights and obligations of the parties relating to securities deposited (in its vaults, in its account with the CSD or through custodian, or registered in the issuer' books) with the intermediary. We would like also to express the views that, in our opinion, the adoption of the Convention should not be considered as conflicting with the EU directives already adopted, such as the Settlement Finality Directive, the Winding-up Directive for credit institutions or the Collateral Directive, since the EU above-mentioned legal acts do not determine the precise criteria for the determination of PRIMA. In the European Union context, these instruments refer instead to the "location of the [relevant] account" concept (see Article 9.2 of the SFD; see Article 9.1 of the Collateral Directive with the definitions; see also Article 24 of the WUD) which refers back in fact to where the intermediary holding the account is located, etc. There is thus in our view room for additional criteria as determined by the Convention.

Canada: La délégation canadienne préfère l'Option A à l'Option B car on y suit la loi désignée par les parties sans faire mention du lieu où le compte de titres est tenu. Comme la délégation canadienne l'a signalé dans ses précédentes observations, avoir recours au lieu où est tenu le compte dans la rubrique ou la réserve de l'article 4, ne représente plus le PRIMA, tel que décrit. Il s'agit plutôt du « lieu où l'intermédiaire pertinent tient le compte ». Plutôt que de se concentrer sur les titres sous-jacents, les participants au marché seraient tenus d'examiner les pratiques de tenue de compte de l'intermédiaire. Nous somme d'avis que l'Option A devrait être formulée de manière plus large afin d'englober les ententes convenues conformément à la proposition relative à l'« Option A+ ».

La délégation canadienne considère que l'Option A+ est plus intéressante que l'Option B. Cependant, nous aimerions signaler que, même avec l'Option A+, il y aura toujours un risque élevé que les tribunaux procèdent à des « vérifications ultérieures » (voir les observations concernant la liste blanche). De plus, nous signalons qu'une nouvelle formulation de la liste noire ne modifie pas la définition d'établissement et n'a aucun effet sur elle.

The Canadian delegation prefers Option A to Option B because Option A uses the choice of law of the parties without reference to the place where the securities account is maintained. As the Canadian delegation pointed out in its previous comments, using the location of the maintenance of the account in either the chapeau or the proviso of Article 4 is no longer PRIMA as described. It has become the "Place Where the Relevant Intermediary Maintains the Account". Instead of looking through to the underlying securities, market participants would be required to look through to the intermediary's account maintenance practices. We suggest that Option A should be more broadly drafted to capture existing agreements in accordance with the proposal for "Option A+".

Option A+ is more attractive to the Canadian delegation than Option B. We would like to note however that the high risk of "second guessing" by the courts will remain a reality under Option A+ (see discussion of the white list). In addition, we note that re-stating the black list does not alter or affect the definition of office.

China: Option A is clearer and simpler for application than Option B. In Appendix 1, Option A is preferable for its specification.

Denmark: For the reasons stated in Preliminary Document No 16 Option A is preferable to Option B. The recently proposed Option A+ is a further improvement. In particular, this is true if Option A+ can lead to a simplification of Article 11. Option A+ does however raise questions about the interpretation of pre-convention contracts (and thus to some extent the retroactivity of the Convention). Should a pre-convention contractual choice of law in an account agreement have the effect that the Article 2(1) issues (after the entry into force of the Convention) are governed by the law chosen? Article 20(1)(b) at least needs to be clarified on this point.

Finland: 1. *Applicable law based on an agreement*: It seems that there are no objective criteria which could determine the applicable law to proprietary rights in respect of securities held with an intermediary. Letting parties to a custody agreement select the applicable law seems, thus, to be the clearest solution. However, we could not accept a choice of law rule that would let the parties to a custody agreement choose whichever law they like. The choice of the parties to a custody agreement would not only govern the contractual relationship between these parties but also the position and rights of third parties. Therefore, this freedom of agreement is to be limited in some way.

2. *Reality test*: We are of the opinion that there should be an objective and real connection between the chosen law and the securities in question. During the drafting work several alternatives to this "reality test" have been developed and discussed. It has become clear that this is not an easy task. In the Preliminary Document No 16 there are two options which try to solve the problem of the reality test. In Option A+ it is required that the intermediary has to have an office in the state whose law parties to the custody agreement have chosen. In Option B, in turn, it is required that this choice of law has to designate the place where the account in question is maintained. Both these requirements, an office and the place of the account, are objective. In our view, Option B would more reflect the traditional principles on the applicable law to proprietary rights. However, it seems that the place where the account is actually maintained is difficult to determine for the purposes of this Convention. Thus, we acknowledge that Option B can in practice raise the problems presented in Preliminary Document No 16 and that it does not necessarily provide for the certainty and predictability sought in the Convention. Therefore, Option A+ seems to be a possible basis for the choice of law. As we understand it, Option A+ avoids some of the problems relating to Option B as there is no need to locate the place where the securities in question are maintained. The only thing that is required is that there is an office in the State whose law is selected and that the office in question fulfils tasks relating to maintenance of securities accounts. Thus, Option A+ seems to suggest that an intermediary that operates in many States can in practice take care of maintenance of securities accounts (*i.e.*, dispositions, perfection and realisation of rights in respect of securities) by any of its offices and by applying a law that is in force in one of the states where the intermediary has offices. If this is the case in practice, Option A+ can be workable. However, to our mind a relevant office can neither be "a sham" nor a technology centre, a call centre or a mailing centre. Therefore, it is necessary to define what sort of office is relevant (see comments on Art. 4(1): proviso).

France: L'article 4 est la disposition clef de ce projet de Convention puisque c'est cette disposition qui constitue la règle de conflit de lois. L'objet même d'une règle de conflit de lois est de désigner le droit matériel applicable aux questions énumérées à l'article 2(1). A ce titre, cette règle de désignation doit être la plus simple possible afin d'assurer la plus grande prévisibilité quant au droit matériel applicable. Les deux options proposées à l'article 4 visent à rendre opératoire le concept PRIMA. Il est apparu lors des travaux préparatoires que cette localisation de la tenue de compte est d'une extrême complexité. En effet, alors même qu'un client ouvre un compte auprès d'un intermédiaire et que les titres sont inscrits auprès de cet intermédiaire, celui-ci peut notamment :
1. – déléguer la tenue de compte à toute une série d'autres intermédiaires,
2. – ventiler les activités de tenue de compte à des intermédiaires différents.

Il s'ensuit qu'aucun critère objectif ne permet avec certitude de déterminer le lieu où le compte est réellement tenu. La première idée, telle que reflétée à l'option B, est de permettre que la volonté des parties à la convention de tenue de compte puisse constituer un critère de localisation de la tenue de compte. En théorie, cette approche est plus conforme à l'esprit de PRIMA. En pratique, l'option B telle qu'elle est actuellement proposée souffre de grosses lacunes et n'est pas en mesure d'assurer la prévisibilité nécessaire. En effet, en faisant de la volonté des parties un critère de localisation, rien ne vient empêcher, en théorie, que ce critère de localisation soit écarté par un juge aux motifs que la loi convenue ne correspond pas à celle où le compte est réellement tenu. On retombe alors sur l'épuisante question de la détermination du lieu « réel » ou effectif de tenue de compte (voir les arguments avancés dans le Document préliminaire No 16). Aussi, ce danger pourrait être écarté s'il existait une présomption irréfragable de tenue de compte au lieu où les parties en ont convenu. L'option A fait de la volonté, non pas un critère de localisation, mais un critère de rattachement. Les parties à la convention de tenue de compte peuvent ainsi directement choisir le droit applicable aux question énumérées à l'article 2(1). A la différence de l'option B, l'option A court-circuite l'étape relativement hypocrite de la localisation (concept par essence objectif) par la volonté (notion par essence subjective). De ce fait, si elle s'éloigne en théorie de PRIMA, elle correspond le mieux en pratique aux objectifs de prévisibilité fixés par cette règle. Elle présente des avantages certains en termes de prévisibilité et de sécurité juridique, si l'on s'en tient aux seuls aspects de droit international privé. La structure actuelle de la règle de conflit proposée à l'option A (ou A+) est la suivante : autonomie de la volonté pour autant que la loi de l'Etat choisie soit qualifiable au regard des conditions posées par la liste blanche. Par ailleurs, un avantage pratique certain de l'option A+ est qu'elle permet en grande partie de régler la question de l'interprétation des accords conclus antérieurement à la Convention de l'article 20. En effet, s'il existe dans les conventions de tenue de compte antérieures une clause relative au droit applicable, cette loi sera également considérée comme compétente pour régir les questions couvertes par la convention, pour autant qu'elle satisfasse les conditions posées par la liste blanche. Il est par ailleurs certain que la rédaction de la règle de conflit de lois de l'option A+ faciliterait et simplifierait la rédaction de la disposition relative à la clause fédérale (voir article 11, Doc. prél. No 15).

Conclusions sur l'article 4: La délégation française marque une préférence certaine pour l'option A+ qui est plus claire et plus simple à mettre en œuvre et qui, à ce titre correspond aux objectifs de simplification du projet de Convention. Toutefois, cet objectif pourrait également être réalisé si l'option B était rédigée d'une manière qui rende impossible toute disqualification par un tribunal, c'est-à-dire que l'indice de localisation du compte par la volonté des parties constitue une présomption irréfragable de localisation du compte en ce lieu pour autant que ce choix soit qualifiable au regard des conditions posées par la liste blanche.

Germany: Having consulted practitioners, the banking sector, the Land justice departments, the German Federal Bank and the Federal Financial Supervisory Authority, the German Federal Government favours Option B. Option B takes the place where the securities account is maintained to be the decisive factor. The State in which the securities account is maintained is the objective criterion for deciding on the applicable law; the parties are merely free to agree which office is to maintain the account. What points against Option A is that there is no reference made whatsoever to the place where the office maintaining the securities account is located and that, as a result, insufficient account is taken of the so-called PRIMA principle. There are serious reservations in respect of Option A+: on the one hand, it goes against general principles of private international law for the applicable law concerning contracts to govern issues of property law. On the other hand, it is not clear why every other agreement along with the contract on opening the securities account should be referred to. The latter would mean a great degree of legal uncertainty especially vis-à-vis third parties. By way of an alternative, the Federal Government proposes the following compromise in respect of paragraph 1:

"The law applicable to the issues specified in Article 2(1) is the law of the State agreed by the account holder and the intermediary in the agreement on the place of maintenance of the securities account, provided that the intermediary has, at the time of the agreement, an office in that State, and

a) entries to securities accounts are effected or monitored;

b) the administration of payments or corporate actions relating to the securities held with the intermediary is performed,

c) account numbers, bank codes or other specific means of identification identifies securities accounts as being maintained,

d) securities accounts are otherwise maintained within the framework of a business or other regular activity,

at such office."

This suggestion is very closely based on the current stage of negotiations. In contrast to Preliminary Document No 15, it has the following advantages: The suggestion takes into account the fact that the securities account should be maintained at a certain place, the legal order of which is to be applicable to the rights *in rem* and their assertion. It can in no way be concluded therefrom that, in the age of Internet, the securities account in question will also be maintained at that place, since it is ultimately not possible in all countries to clearly determine the location due to the fact that securities are held in book entry form. In contrast to Preliminary Document No 15, the inclusion of the wording "at such office" is avoided in the list of criteria (a) to (d). The wording should be included before or after the list as a superordinate concept, since the intermediary must have an office in the place of that State whose law is applicable, and it must fulfil the criteria listed in (a) to (d). Lastly, in the interest of legal clarity, the criterion (d) has been more clearly and concisely worded. The draft contains complex multi-clause sentences which are not immediately comprehensible to the person applying the law.

Latvia: As regards the two versions of text of paragraph 4, the Latvian authorities would give preference to the first version (A).

Luxembourg: With respect to Article 4(1) we are confronted with three options: Option A, Option A+ and Option B. It seems to us that all three options are variants of the idea of contractual freedom, limited by a certain reality test. Considering the contractual freedom options, Option A+ is, in our opinion, from a drafting point of view, the most satisfactory one. Whilst achieving the desired *ex ante* legal certainty as to the applicable law, the moving away from the *lex rei sitae* principle has obviously a number of consequences, some of which may need further thought. The traditional principle of *lex rei sitae* has the benefit in that it leads to a single law that applies to all proprietary issues relating to securities held with a given intermediary and that such intermediary is thus, with respect to proprietary issues, only confronted with one single law. If the contractual freedom route is chosen, then the same intermediary may be confronted with different laws, even with respect to dispositions among accounts held with the same intermediary. Different laws also mean different enforcement procedures and provisional safeguard measures. Intermediaries may thus be faced with procedures that do not exist in the country where they are taken. Further, there may be unfortunate disconnections between the applicable law and the competent jurisdiction. Attachment orders (*saisie-arrêt* / execution) may be subject to different conflict of laws rules than dispositions, which may lead to very difficult problems with respect to priorities. Privileges, which are covered by the Convention, have by their nature a legal basis (which sometimes assumes that assets can be located in a given State) that may lead to conflicts with the law freely chosen by a customer and his intermediary. The above issues are obviously mitigated by the reality tests, the presence of which is key. However, it may be worthwhile considering whether such tests resolve all problems.

Malaysia: *Option A*: In our view Option A is preferred as it gives effect to the agreement of the parties concerned and as such would lend to certainty. However a problem would exist where the parties come to no agreement as to the law applicable. This would presumably involve an interpretation of the courts as to the agreement of the parties.
Option B: We are of the view that though Option B has been amended to provide considerably more certainty, the list of criteria set out in Option B to assist in the "reality check" cannot be comprehensive and would defeat the reality check, as only one of the activities need to be performed at a particular office and of the intermediary for it to qualify as the place of the relevant intermediary. What then if any of these activities are performed by different offices of the same intermediary which is located in different States and does not fall within the carve-out in Article 4(2)? We suggest that this article does not in its present form, provide the certainty or reality check sought.
Option A+: This article is a marked improvement on the previous draft in that it attempts as far as possible to give effect to the agreement between the parties. The only concern we have is that the inclusion of the reality test, "white list" would still cause confusion where there is no agreement between the parties as to the law applicable. In such a case it is unclear what would happen. If the "white list" would then be applied to ascertain where the relevant intermediary has an office, the same problem will arise in the event the intermediary has offices in different states undertaking different aspects of the account holder's business. In such a case the courts would presumably have to determine the issue.

Norway: *Option B*: Norway agrees on the comments regarding the possible negative effects of Option B in Article 4(1) summarised in Preliminary Document No 16. Especially, we would like to emphasize the problem of determining where the securities account is to be considered "maintained".

Option A and A+: In Norway's opinion, Option A or A+ is the preferred alternative under the proposed Article 4(1). Under the Option A+ approach, it is suggested that if a general choice of law clause is used in the account agreement, this should be enough to satisfy the requirement under Article 4(1) of the Convention. The purpose of such rule is to avoid triggering of the fall-back rule in Article 5. Norway is concerned that the Option A+ approach (with no need for "magic words") can cause unintended effects for the parties to the agreement. For instance, if the parties agree that the contractual aspects of their agreement are governed by English law, this does not necessarily imply the same choice of law concerning the proprietary aspects, although it sometimes will. For the time being, Norway considers Option A as the preferred solution. It is, in Norway's opinion, not necessarily required to use "magic words" to comply with the requirement that the selected law be the law of the State specifically governing the proprietary issues mentioned in Article 2(1). Pursuant to Article 4(3), the agreement referred to in paragraph 1 (*i.e.*, the agreed choice of law) can be express or, if not express, implied from the terms of the contract considered as a whole. If the choice of law can not be determined on an express or implied basis, it is Norway's opinion that the fall-back rule should apply.

Portugal: Preliminary Document No 15 presents two criteria to determine the applicable law relating to the issues specified in Article 2(1). In Option A, the account holder and his intermediary are allowed to choose the applicable law, while in Option B, they have to choose the place where the account is to be maintained, as to be able to apply the law of that State to the issues referred to in Article 2(1). Although both options are subject to the reality test contained in paragraph 2, the test by itself does not oblige the securities account to be maintained at any office of the State determined by the agreement. If, as it seems to be the case, the judge can only refuse to apply the law specified in the agreement where the requirements of the reality test are not met, or where there is a lack of agreement (in the terms comprised in paragraph 3), then one reaches the conclusion that for the purpose of this Convention the agreement on the place of the account does not need to be fulfilled. If Option B is chosen, the Convention would not only be permitting a fiction, but would also be allowing dubious interpretations that would, undoubtedly, endanger one of the major aims of this Convention – *ex ante* certainty. The different interpretations of Option B that were expressed by delegations (Prel. Doc. No 14), illustrate what has been said. Thus, the Portuguese delegation cannot support Option B. Option A+ has the advantage of reducing the scope of the fall-back rule by applying the law that governs the account agreement, whenever that law complies with the requirements of the reality test. The aim underscoring Article 5 is certainty, not proximity or closer connection, precisely because it is intended to act as a fall-back rule. For this reason, we consider it is appropriate to limit the scope of application of the criteria in Article 5 to truly exceptional cases. Nevertheless, we believe there are still three issues related to this new proposal that deserve further thought: (i) a time issue linked with Article 20 (see comments on Art. 20), (ii) the redefinition of Article 4(3), and (iii), the nature of the application of the law that governs the account agreement to the matters referred to in Article 2(1) (see comments on Art. 4(3)).

Spain: Although we have a slight preference for Option B, we may accept any option (A or B, even A+ but see *infra*) put forward in the draft. If we are not wrong, at the end of the day the three options have the same effect. Parties can choose the applicable law as long as the intermediary has an office (that is engaged . . .) in the territory of the State whose law is chosen. The difference between Option A, A+ and B is only the way to reach that result. That is why we can live with any of them, and we even recognise that Options A and A+ are a straighter way in the sense that they both get rid of the fiction of the location of the account, and therefore they prevent "second guess risks". It is also clear that if parties do not choose any law, or the clause is not valid, the default rule applies; a solution which is not always convenient, and therefore should be avoided as many times as possible. In relation to Option A+, which seems to be the option favoured by most of the experts, we would like to express some doubts.

(a) First: we assume that the parties cannot only specify different laws for proprietary and contractual issues, but also they can choose a law for proprietary issues without choosing any law for contractual ones. Actually, only under this assumption the new proposal works properly (in many case, the parties do not want to choose any law for contractual issues; or they cannot do it, for instance when the account holder is considered a consumer). We consider that should be emphasized in the Explanatory Report.

(b) Secondly: The relationship between Option A+ and Article 4(3) is not clear enough. If Article 4(3) is kept in the text of the Convention, then Option A+ is not grounded on an appealing argument (*i.e.*, no need for magic words), because Article 4(3) says that we do not need "magic words". The problem of "magic words" is linked to the form of the agreement (not to the parties' consent), and Article 4(3) states that the agreement may be express or implied. If we are not wrong, what Article 4(3) is precisely saying is that we do not need to use "magic words".

(c) Thirdly: The main problem with Option A+ is that it links the conflict-of-laws rule in the Convention (the PRIMA rule) to a conflict-of-laws rule which is outside the Convention (*i.e.*, the conflict-of-laws rule applicable to contractual issues in each forum). This solution is accompanied by new problems. This solution implies that the form (and validity) of the agreement is not determined by the Convention, but by the private international law rules of the forum applicable in contractual obligations. Then, we may be faced with situations where the choice of law clause selecting the *lex contractus* is not valid (for example, that may happen when the account holder is a consumer), and we finish in the bad place (*i.e.*, the default rule). It is important to emphasize that the choice of law clause selecting the *lex contractus* can be null or void for different reasons (not only because the account holder is a consumer), for example, because the law chosen by the parties has no relationship with the contract (this is so in many private international law systems), because the clause is included among the "general conditions" (boiler plate clauses) of the agreement, and so on. From a contractual point of view, this is not always a bad result for the parties because the contract is governed by the law applicable according to the "contractual default rule", and this is usually a law closely connected to the contract. From the proprietary point of view, nevertheless, this may be a bad result because, through the default rule of the Convention, you may finish in a law that has nothing to do with the situation. Note: we can summarise our main argument against Option A+ in another way. There are two hypotheses: (a) parties want to choose different laws for contractual and for proprietary aspects, or (b) they want to choose the same law for both.
(a) In the first case, that is when parties want to choose one law for contractual aspects and another different law for proprietary aspects (or when parties do not want to choose any law for contractual aspects or when parties are not allowed to choose any law for contractual aspects),

Option A+ does not have any advantage over Option A.
(b) In the second case, that is when parties want to choose the same law for both, Option A+ may have one advantage (parties do not have to employ any magic words), but has one disadvantage: the final solution in the Hague Convention is conditioned upon a conflict-of-laws rule which is outside the Convention (the conflict-of-laws rule of the forum applicable to international contracts), and this opens the door to new difficulties.
One possible way to overcome some of these problems – but only some of them – would be to extend the application of Article 4(3) to the choice of law clause selecting the *lex contractus*. We do not have any particular problem with this, but we must be aware that this solution implies a serious modification in the material scope of the application of the Convention.

(d) If finally, and contrary to our view, Option A+ is adopted (without extending Art. 4(3) to the contractual issue), we consider that *Article 4(3) should be maintained for the choice of law clause selecting the applicable law to proprietary issues.* This is a way to guarantee that parties can choose the law governing proprietary issues without the necessity of using "magic words".

Switzerland: Here, we have a clear preference for Option A over Option B. Since we should attempt to draft Article 4(1) in such a fashion as to keep the application of the fall-back rule in Article 5 to a minimum, Option B seems to us to be problematic in light of the summary of the Regional Conferences contained in Preliminary Document No 16. In addition, if we can mitigate the problems dealt with in Article 11, or even omit Article 11 altogether by choosing Option A, so much the better.

As far as Option A+ is concerned, we consider it somewhat problematic to the extent that it is meant to construe the parties choice of the applicable contract law to extend to the law applicable to the property issues under Article 2(1) simply to construct a choice of law rule other than the fall-back rule of Article 5. We question whether this would really improve predictability in the situations it is primarily meant to address, that is, the agreements already in place at the time of entering into force of the new Convention, and we wonder whether this issue would not be better dealt with in Article 20. A different question is whether we should henceforth expect the relevant players to include in their agreements a choice-of-law clause specifically for the purposes of the new Hague Convention and the concomitant complaint that this would impose enormous costs on securities intermediaries. While our industry representatives have indicated that such complaints are severely overblown, we are clearly open to arguments supported by more specific evidence from securities intermediaries in other countries.

United Kingdom: Of the three formulations of the key test in Article 4 of the Convention set out in Preliminary Document No 16, the United Kingdom prefers Option A+. In the first place, it is the most direct and easily understood rule, which allows the parties freedom, if they so wish, to select a different law to govern proprietary issues but otherwise leaves these to be determined by the law selected to govern the account agreement. This makes for greater certainty than the original Option A and reduces the risk of recourse to the fall-back rule in Article 5, which should be confined to as few cases as possible. Secondly, Option A+ is much more responsive to commercial practice. Most agreements are likely to contain a choice of law clause governing relations between the parties to the account agreement; it is highly unlikely that there will be agreements specifying a law governing proprietary issues involving third parties than Option A. The effect of Option A in its original form on existing agreements, and on future agreements where the parties fail to specify the law in the above terms, will again be to attract the fall-back rule in Article 5, which would be highly undesirable. This result could be avoided only by changing all existing agreements or making special provision for the interpretation of such agreements, both of which would cause problems. It is clear from comments made on Option B that there is a substantial risk that courts in some jurisdictions will be inclined to question the designation of the place of a securities account agreed by the intermediary and the account holder, by seeking to identify the place where the account is "really" maintained through an examination of the practical arrangements for the operation of the securities account. While it is open to doubt, in the United Kingdom's view, whether such an approach would be consistent with the wording of Option B, the fact that it is widely feared that it will be followed of itself significantly undermines the ability of Option B to deliver one of the key objectives of the Convention, namely *ex ante* certainty. For these reasons we regard Option A+ as the only option that achieved the desired objectives of certainty, conformity with existing practice and avoidance of dislocation to existing contracts.

United States of America: We strongly support Option A+ of Article 4(1). The value of the Convention to the development of securities markets would be enhanced by the *ex ante* legal certainty and predictability provided by Option A+. Should Option A+ fail to become the consensus, we strongly prefer Option A to Option B. Option B contains language regarding where the securities account is maintained which is at best surplus verbiage without independent meaning. Moreover, the Option B language regarding securities account maintenance might be read as a separate reality test, to be applied in addition to satisfaction of the proviso. Even worse, Option B might be read as inviting a court to second-guess agreement terms and search for independent reality and meaning in the language relating to where the securities account is maintained. Such an interpretation would undermine *ex ante* legal certainty for participants to collateralized transactions. Such an interpretation may also be read as exposing intermediaries to the risk of significant liability if a secured party were to lose its collateral because of judicial second-guessing as to where the account is maintained. The possibility of such an interpretation might well have a chilling effect on the desire of intermediaries to include the necessary language in the account agreement (especially since there is no agreement as to what it means to say that a securities account "is maintained" in a specific location). If parties are inhibited from relying on the primary Article 4 rule, the applicable law would then be determined under Article 5 (the fall-back rule intended to come into play only on rare occasions). Alternatively, parties may feel the need to incur additional costs to obtain protection under the both the Article 4 primary rule as well as under the Article 5 fall-back rule. Finally, as mentioned in Preliminary Document No 16, the language of Option B might also have unintended implications of a tax or regulatory nature for the intermediary or its participants, and this possibility may also deter intermediaries from adopting it in their agreements. Our understanding is that it is the intent of the language that the parties' agreement be conclusive and not open to factual inquiry and verification so long as the proviso is satisfied. Under that interpretation, Option B creates a legal fiction that may have an impact on the cost of legal opinions and lower the value of collateralized transactions. Thus, for a number of reasons, the Option B formulation provides less *ex ante* legal certainty. In addition to avoiding the negative effects of Option B described above, Option A+ has the added virtue of eliminating any concern that might arise, under either Option A or Option B, that the use of "magic words" might, out of an abun-

dance of caution (despite the absence of an explicit requirement in the Convention to use magic words), be necessary in order to be certain that the Article 4 test is satisfied. Indeed, should the use of magic words be held by a court to have been mandatory, the parties who failed to use them will have failed to make an effective choice under Article 4 and the applicable law would then be determined under Article 5. This risk clearly detracts from the certainty and efficiency that the Convention is intended to provide. An additional and very significant advantage of Option A+ is that it provides legal certainty for existing agreements. There is general consensus that it is absolutely essential that existing arrangements be covered by the Convention. We believe, based on the practices with which we are familiar, that existing agreements will satisfy the requirements of Article 4 if Option A+ is adopted as Convention text. The other formulations of Article 4 (either Option A or Option B) would require an interpretative rule for existing agreements, a version of which currently appears in the draft as Article 20. Should Option A+ not be adopted, further work on Article 20 will be necessary so that Article 20 effectively addresses existing practice. In our view, Option A+ will eliminate the need for an interpretative rule for existing agreements, thus eliminating the need for Article 20.

To summarize the United States' position with respect to Article 4(1): We strongly prefer Option A+, as set forth in Preliminary Document No 16. We are content with the proposed language defining "account agreement," on the understanding that the definition would be accompanied by commentary making clear that: (i) the term and the notion of agreement under Article 4 refer to the "deal" between the parties, however reflected (whether on paper, electronic or otherwise, and whether in a single document or in multiple documents), and do not refer to a particular document, however labelled; and (ii) that the Convention does not impose explicitly or implicitly any requirement of form or formality with respect to the agreement of the parties.

Should Option A+ fail to become the consensus, we strongly prefer Option A over Option B, and note the need for the insertion into the text of Option A as set forth in Preliminary Document No 15 of the words "law in force in" so that the text would read:

"The law applicable to all the issues in Article 2(1) is the law in force in the State agreed by the account holder and the relevant intermediary as the State whose law governs those issues, provided. . .".

This text would be the analogue to that set forth in Preliminary Document No 16 for Option A+. Our comments with respect to the proviso (see comments on Art. 4(1)(a) to (d): "white list") and Article 4(2) (see General Comments) are the same regardless of which option is agreed.

ACSDA:[5] The test should be automatically effective, and not require CSDs and other intermediaries to revise their existing contracts with their participants. Three different options are being considered for the Convention's "test" (which allows one to determine the location of the relevant intermediary for purposes of the Convention). See Preliminary Document No 16. Two of the options being considered (Options A and B) would require us, and other intermediaries, to revise our existing contracts with our customers (and our form of contract with new customers). The third option, referred to as Option A+, would not require this. For the reasons described below we very much prefer Option A+.

Automatically Effective; Costs. Options A and B, which we do not prefer, are not "automatically effective." These options do not simply look at existing realities in today's practices. Instead, these alternatives would require intermediaries to actually change their current procedures in order for the Convention to have effect. Option A+, in contrast, by being automatically effective and not requiring any action by the CSDs, is far easier for CSDs and other intermediaries, costs them and their customers less to implement, and – as a pragmatic matter – removes a hurdle that the other options needlessly introduce into the process. We therefore think that it would be best for the test to take effect immediately when a country adopts the Convention. We do not think that it would be good for the test to in addition require that an intermediary take further steps, in order for the person holding through the intermediary to obtain the benefits of the Convention.

Tax & Regulatory Issues. Many CSDs and other intermediaries will be unable or unwilling to make the changes in their agreements contemplated by Options A and B. We do not know what tax issues or regulatory issues these changes in our agreements may raise, needlessly, for us and for our customers. By not making changes in our agreements, we can avoid the possibility of creating problems in this regard, and there is therefore an argument that this might be the easiest and most prudent course for CSDs to take. On the other hand, we think that this would not be in anyone's interest, as it would deprive whoever holds securities through us from obtaining the benefit of the legal certainty of the main test of the Convention for these transactions. Option A+, on the other hand, avoids this problem by not requiring any contractual revisions, and is therefore far preferable.

Maintenance of Accounts. Option B is especially problematic, because under it the Convention would require that CSDs (and other intermediaries) revise their agreements with their customers (and their form of agreement with new customers) to indicate where the office that "maintains" the account is geographically located. This proposed new practice does not appear to be workable, since there is no common understanding as to what it means to "maintain" an account in one location. We as CSDs are disinclined to make a representation which we do not know the meaning of (the problem of not knowing what it means to say that one "maintains" an account remains here, though the Convention has addressed it for other purposes in Article 4(2)). Furthermore, even before September 11th, accounts were increasingly maintained in a geographically dispersed fashion, from multiple offices in different locations. This is the case more than ever in our post-September 11th world.

Second-Guessing; Reduce Risk of Legal Liability. Some comments have suggested that under Option B (and perhaps even Option A) a court might "second-guess" what CSDs put in their agreements. This would in turn raise the possibility that, if the judge reached a different conclusion than what the CSD had put in its agreement, and a pledge were found to not be properly perfected because the pledgor had relied on what the CSD said, the losing party might sue the intermediary for its failure to live up to its representation. This prospect significantly chills our desire as intermediaries to make such a representation. And if CSDs do not make such revisions to their agreements with their customers, this would in turn undermine the goals of the Convention. Option A+, on the other hand, avoids this problem by not requiring any contractual revisions, and is therefore far preferable. A Convention that does not require CSDs to change their existing contracts with their customers, such as that contemplated by Option A+, will clearly be less of a hardship for the CSDs, and more likely to result in the Convention being effective in the manner

[5] The institutions that subscribe to this letter are 14 of the 16 current ACSDA members.

contemplated. Consequently, we strongly support the adoption of Option A+.

Association of Global Custodians: General Approach to Determining Governing Law: As proposed in Preliminary Document No 16, Option A+ would provide:

The law applicable to all the issues in Article 2(1) is the law in force in the State agreed by the account holder and the relevant intermediary as governing the account agreement or, if they have agreed that another law is applicable to all such issues, that other law.

Consistent with this redraft, Preliminary Document No 16 also states that a definition of the term "account agreement" will be added to the definitions in Article 1. This new definition would provide:

"account agreement" means the agreement between the account holder and the relevant intermediary governing the securities account;

The Explanatory Report would state the "account agreement" need not be contained in a single document, but may consist of more than one document, including side agreements. This statement is intended to clarify that a side agreement may be executed specifying the governing law without otherwise amending a pre-existing custody agreement. The Association supports this formulation of Article 4. As discussed in our prior letters, the Association believes that the standards by which the applicable law is determined should be consistent with the practices of custodian banks and should provide as much certainty as possible. In addition and as also noted in our earlier letters, there should be reasonable latitude in the selection of the applicable law, based on where the key account-related activities of the intermediary occur. Option A+ achieves all of these results.

Preliminary Document No 15 (June 2002) contained two alternative versions of Article 4(1) – Option A and Option B. Option A provided that the law applicable to the issues specified in Article 2(1) of the proposed Convention is "*the law of the State agreed by the account holder and the relevant intermediary as the State whose law governs those issues.*" Option B provided that the governing law is that "*of the State agreed by the account holder and the relevant intermediary as the State in which the securities account is maintained.*" We believe that Option A+ as set forth in Preliminary Document No 16 is superior to either Option A or Option B.

Option B is especially unsatisfactory because, as emphasized in our earlier letters to the Bureau, in modern, multi-jurisdictional custody practice, the concept of the place where an account is maintained has no generally understood meaning. Therefore, the use of a test, like Option B, that is dependent on that concept would necessarily result in uncertainty and the risk of post hoc judicial review that could upset the expectations of the parties. The possibility of courts second-guessing the determinations of the intermediary and the account holder concerning whether the account is maintained in a particular jurisdiction would undermine a key goal of the Convention – certainty and reliability with respect to the creation and perfection of rights in indirectly held securities. While preferable to Option B, Option A would require costly revision of existing custody contracts – which typically lack provisions identifying the law governing the issues addressed in the Convention. Alternatively, Option A would require the inclusion of a provision, such as Article 20, addressing the construction of existing contracts; agreement on the scope and application of such a provision may, however, be difficult to achieve. Option A+ in Preliminary Document No 16 avoids both of these problems. For these reasons, we strongly favour Option A+. However, in the event that Option A+ is not adopted, we would recommend Option A as set forth in Preliminary Document No 15, rather than Option B.

EMTA: [. . .] [W]e support the adoption of Option A+ in Article 4 of the draft Convention as proposed in the September 2002 Memorandum. Without reiterating the reasons indicated in the many views in support of Option A+ expressed by others, such as ISDA, with whom we concur, we would briefly like to state our support for this approach. Option A+, in our view, has two extremely positive effects: first, it would increase to the fullest extent possible (given the limitation contained in the proviso) the likelihood that, going forward, the selection of the relevant jurisdiction could be implemented by the parties effectively and would be respected by courts analyzing the situation after the fact. No magic language would be required, and it would be extremely difficult for a court to find an invitation to "second guess" the parties' selection. Moreover, this approach would have the added benefit of making it easier to deal with transition issues (currently appearing in Article 20 of the draft Convention) and the proper way to interpret many, although not all, existing contractual arrangements.

European Central Bank: *Achieving ex ante legal certainty*: The motivation behind the draft Convention is to achieve *ex ante* legal certainty in respect of the law applicable to dispositions of (certain rights in) securities. The way this goal is being pursued in the current draft is by referring to the law chosen for these matters in the custody arrangement between the account holder and his intermediary. Consequently, for the account holder as the receiver of the securities and his respective intermediary, there is immediate *ex ante* certainty on the applicable law. As regards the provider of the securities, he is in a far less certain position, as he would have to rely on the information given to him by the receiver of the securities or the latter's intermediary on the content of their custody agreement. Without such information and without any indispensable objective criteria provided by conflict of laws rules he has no opportunity at all to determine the law applicable to the validity of the securities transaction. However, even if the provider of the securities were in no independent position to assert which law would apply to such disposition of securities, at least he could oblige the receiver of the securities in the contractual arrangements underlying the transaction to provide such information. For any other third party, wishing to assert competing rights in respect of specific securities, it might be far more difficult to obtain the necessary information, as there would be no independent and objective means to do so. These third parties could only assert the applicable law, if the intermediary or the account holder would disclose to those third parties which law has been agreed in respect of a specific securities accounts held for a customer. It is also noted that such disclosure might conflict with existing rules on banking secrecy. Additionally, the account holder's counterparty of a competing securities transaction might not be very keen to help the third party at his own expense. Another problem might arise when applying Article 4 of the draft Convention with respect to the determination of the legal nature of the investor's interest in the securities. It is noted that the drafters of the Convention intend to apply Article 4 in two different manners depending on the character of the investor's interest as being contractual or proprietary. In the former case the law applicable to a securities transaction has to be determinate between every two members of the intermediaries' transaction chain. In the latter case the securities transaction is considered to be a single one so that the transaction underlies as a whole the law agreed upon between the final receiver of the

securities and his intermediary, *i.e.*, only the last intermediary in the transaction chain. The demarcation lines between a contractual and a proprietary interest are often very difficult to define. The draft Convention does not give any help at hand for the distinction between a contractual and a proprietary interest in securities. It leaves the characterisation to the respective national law defined under Article 4 of the draft Convention. It is unclear what would happen when different jurisdictions involved in the chain of intermediaries come to different conclusions with respect to legal nature of the interest in the securities. Such a situation, which does not seem to be impossible at all, might result in confusion and legal uncertainty.

Protection of third parties' rights: To be dependent on the information provided by an account holder or his intermediary might cause a deterioration of the position of third parties in respect to proprietary aspects of securities dispositions. The *lex rei sitae* rule, *i.e.*, the application of the law of the jurisdiction where a good is situated, was mainly driven by the idea that third parties can easily rely on the objective criterion of a good's location for determining the legal regime applicable to its proprietary rights. The same motivation stood behind the new conflict of laws rules with respect to securities transactions contained in Article 9(2) of the SFD and Article 9 of the Directive on Financial Collateral Arrangements (CD). The regime of the draft Convention, however, allowing entities to bilaterally agree on the law applicable to proprietary aspects in respect of securities, might compromise the possibility of third parties to foresee the applicable law to *in rem* issues. Additionally, it might be inconsistent to the assumption that proprietary rights are specific rights, which are enforceable vis-à-vis third parties (*erga omnes* effect). The choice of the applicable law has also effects on the determination of the jurisdiction and law under which third party creditors could file and enforce an attachment in respect of a securities account. Considering that rights *in rem* usually provided for objective criteria in order to protect third party rights, there may be a problem in respect of the realisation of third party rights when the parties to a custody agreement can contractually agree or change the state in which a securities account is deemed to be maintained.

The "maintenance of securities accounts": Normally, there was a logical objective connection between a specific custodian activity pursued at a certain location and the legal system governing such activity. Such connection would be compromised, if a legal system was chosen which has no connection to such location / activity. This is of particular relevance for those countries applying the principle of the "unity of the account", which would prohibit the application of different locations to a given securities account, dependant on whether proprietary aspects, tax or accounting are concerned. It is acknowledged that in many jurisdictions there is no straightforward general definition of "maintenance of securities accounts" in existing legislation. Only in some countries, the principle is enshrined in law. To the extent that there is no legal definition of "maintenance of a securities account", it was likely that a set of legal and factual criteria was used in order to determine where a specific securities' account is maintained. In particular, the term "maintenance" seems to imply that certain functions need to be performed in a certain place. In practice, courts were likely to consider all relevant factors to find an objective criterion as to where to locate a securities account. The Hague Convention should ascertain that there could not be an entirely "fictitious" choice of location for the maintenance of the securities account, which does not correspond to where the account is in fact maintained. Given the aforementioned considerations, it could not be ruled out that a court would merely characterise such a (fictitious) contractual determination as a "sham" that did not record the true intention of the parties. It would therefore not represent where the account was "agreed" to be maintained, and therefore no effect would be given to such a choice. This however would not lead to the application of the law of the State where the account actually is maintained, but to the application of the fall-back rule of Article 5. In turn this would lead to random results and to legal uncertainty.

The relationship of the draft Convention and Article 9(2) of the Settlement Finality Directive: A crucial point within the assessment of the draft Convention is the compatibility of the central provision in Article 4 with existing Community legislation and the respective national implementation by the Member States. It is noted that Article 4 of the draft Convention still contains two options.

Option A: According to Option A, the parties of a custody agreement can agree on the law of a state, provided that the custodian has an office in such state, which is engaged in the business of maintaining (any) securities accounts (irrespective of the fact whether or not the specific securities account in question is indeed maintained at that place). This means an intermediary needs to conduct certain activities related to the maintenance of securities accounts in general (but without necessarily requiring a relation to the securities account in question) in a specific place. This relates basically to a (limited) contractual choice of law by the parties to a custody arrangement, without any link to the actual location of the account on which the securities are evidenced. It seems hardly feasible to consider this concept as a development or refinement of the "place of the relevant intermediary approach". In contrast to this (limited) choice of law approach, the existing Community legislation, *i.e.*, Article 9(2) SFD,[6] the similar principle contained in Article 9 CD[7] and Article 24 of the Winding-up Directive for credit institutions[8] is based on a different concept.

The main difference between Option A of the draft Convention and the Settlement Finality Directive stems from the fact that the aforementioned Community legal acts refer to the actual location of a register or a securities account in question, whereas the draft Convention refers to a location as agreed by the parties, irrespective of whether the actual securities account is actually maintained at that place. In so far as the location of securities (accounts) is determined exclusively by purely objective criteria (*e.g.*, as in the SFD for the purpose of security settlement systems), this leaves no room for a (deviating) fictitious agreement of the parties. To the extent that parties could agree on the place where a securities account is maintained, such agreement needs to be supported by "reality" (*i.e.*, that a securities account is actually maintained at the place so agreed), which can be tested by courts. This concept seems hardly compatible with Option A of draft Convention.

[6] Article 9.2 of the Directive 98/26/EC on settlement finality in payment and securities settlement systems reads: "*Where securities (including rights in securities are provided as collateral to participants and/or central banks of the Member States or the future European Central Bank as described in paragraph 1, and their right (or that of any nominee, agent or a third party acting on their behalf) with respect to the securities is legally recorded on a register, account or centralised deposit system located in a Member State, the determination of the rights of such entities as holder of collateral security in relation to those securities shall be governed by the law of that Member State.*"

[7] Article 9.1 of the Directive 2002/47/EC on financial collateral arrangements reads: "*Any question with respect to any of the matters specified in paragraph 2 arising in relation to book entry securities collateral shall be governed by the law of the country in which the relevant account is maintained.*"

[8] Article 24 of the Directive 2001/24/EC on the reorganisation and winding-up of credit institutions reads: "*The enforcement of proprietary rights and instruments or other rights in such instruments, the existence or transfer of each presupposes their recording in a register, an account or a centralised deposit system held or located in a Member State shall be governed by the law of the Member State where the register, account, or centralised deposit system in which those rights are recorded is held or located.*"

Option B: But also as regards Option B, there are considerable question marks as to the compatibility with the existing Community legislation (and the respective national implementations). Option B still contains a reference to the law of the state in which a securities account is maintained as the law to be agreed upon by the parties. Whether this wording could be aligned with existing Community law is doubtful. It would basically depend on the interpretation of Option B of the draft Convention. It may be argued from the wording of the draft Convention, that Option B has to be understood in such a manner that the choice of the parties (*i.e.*, the account holder and his intermediary) as to the place on where the account is deemed to be maintained is valid, irrespective of whether the parties actually have complied with the agreement or not and whether the account is ("actually") maintained at a completely different place. If this were the case, the considerations as regards Option A would apply. But the provision could also be read in a way that, in a case where the account were not to be maintained at the place agreed between parties, such agreement would be considered a "sham" and would not be considered to be valid and enforceable under national law. In that case, the fall-back solution under Article 5 would become applicable, the results of which might also not coincide with the principles enshrined in Community law. If this were to be the correct interpretation, it is at least doubtful whether the draft Convention could still be considered as a refinement and evolution of the PRIMA principle as contained in the cited Community legal acts. However, to ensure legal certainty, the latter interpretation would require a clear statement in the explanatory notes to the Convention as to how to understand the wording. Otherwise, Option B would again give rise to legal challenge under certain circumstances.

"Account": A further problem in respect of determining the compatibility of the draft Convention with the principles contained in Community law stems from the differences in understanding of what an "account" is. *e.g.*, under common law systems, a securities account is merely a written evidence of a contractual relationship. Consequently, the core of what is evidenced by an account is the determination of the subject matter of obligations as to safekeeping and delivery of securities between the custodian and a client. So, under a common law understanding, to subject those obligations to a choice of law seems uncontroversial (although it is still an innovation that the choice of law applicable to those obligations should also determine the nature of the subject matter of the obligations). However, under civil law jurisdictions, the account is not just a mere recording of the obligations of a custodian vis-à-vis his client, but to enter securities on an account constitutes the fulfilment of an obligation to deliver securities, thus having a direct proprietary effect. Moreover, in a number of legal systems, the maintenance of securities accounts with a securities settlement system or central securities depository is constituted by a (partly) public law regime, designed to ensure the legal stability of the securities custody and settlement. So by submitting that relationship to pure choice of law it is not just a matter of freedom of contract but of altering national legal regimes.

Consequences of the application of Article 4 on systems protected by the SFD: It is therefore not unlikely that the draft Convention would necessitate a change in the aforementioned Community legal acts in order to bring them in line with the draft Convention, which in turn would necessitate a change of the respective national legal implementations. It would also give rise to the question whether Member States, being bound by the obligation to comply with Community law, could ratify the draft Convention without prior amendment of the relevant Community law. However, the main objective of the SFD is the reduction of systemic risk and this objective requires settlement finality and the enforceability of the collateral security. If the law applicable does not ensure these results, this might jeopardise the participant's solvency and endanger other participants in the system. Consequently, it should by all means be avoided that the protection from systemic risk achieved by the SFD would be compromised by a new regime based on agreements between a system and its participants. It should be ensured from the outset that one and only one legal regime applies to all rights and obligations arising in relation to participants, both within and outside an insolvency situation. There should be no split application or cherry-picking by the operators of the system. The possibility to agree on different applicable laws to rights and obligations of participants in a system might increase systemic risk, in particular in those cases where the agreed law is not covered by a protection comparable to the one granted by the SFD. Moreover, there may be a risk that collateralisation techniques, which are used and are legally valid in the country of the location of the SSS are not valid under the chosen legal system. As a consequence, a credit may end up as being non-collateralised. In a worst case scenario, and depending on the circumstances of the particular case, this may lead to a domino effect. In this context, a possible remedy could be to consider that Article 9(2) SFD is establishing a special regime for European Union systems and central banks, which would prevail over the principle contained in the draft Convention as *lex specialis* (see also below). However, this would not solve the conflict for the Collateral Directive, which is dealing with issues on the same general level as the draft Convention. Furthermore, a legal system allowing systems to freely choose an applicable law to govern all or some of their activities would also make the work of the supervising authorities much more complicated. In addition, one might ask what the impact would be on the competencies on the overseers, if one system were to legally maintain accounts in several countries. See also *Effects on Insolvency Law* in comments on Article 7.

Fédération Bancaire de l'Union européenne: Article 4 Options A, A+ and B:[9] It is understood that all three options embrace PRIMA, the first two giving emphasis on the contract and the third on the place where the account is actually maintained. Options A and A+ have the advantage that in practice the uniform interpretation of the Convention is thus facilitated, since a court shall not have to ponder on whether an account is actually maintained in a specific place or not. Against the background that those options make it possible to dispense with a rule allowing Multi-unit States to declare their internal conflict of law rules applicable, they may prove to be more practical. This goes especially for Option A+ as long as the parties would still have the possibility of concluding a special agreement covering property law aspects.

ICSA: We support "Option A+" as detailed in the Article 4 Memo. Given that Article 4(1) of the Hague Convention determines how PRIMA is effectuated, and that the purpose of PRIMA is to improve legal certainty, we believe it is important to effectuate PRIMA in as clear a manner as possible. Given certain difficulties, as set out in the Article 4 Memo, in connection with both Options A and

[9] On this point, the *Fédération Bancaire Française* will announce its position early November. According to the *Associazione Bancaria Italiana*, unequivocal identification of the applicable law can only be fully attained through the PRIMA principle as enshrined in the Settlement Finality and Financial Collateral Directives, and not through the principle of consensual approach embodied in Options A and A+.]

B, we support the incorporation of Option A+ into Article 4(1) of the Hague Convention. We believe that Option A+ is the best method for meeting the goal of legal certainty that PRIMA was intended to achieve.

ISDA: In relation to Article 4, informal soundings among the same range of our members as mentioned above, who attended the various Workshops suggest that a consensus in favour of a modified version of Option A under Article 4 is emerging. This modified version of Option A is referred to in the September 2002 Memorandum as "Option A+". We believe that the difficulties with both Option A and with Option B are well set out in the September 2002 Memorandum, and for these reasons we support the proposed revised wording of Article 4(1) set out in the September 2002 Memorandum, which gives effect to the Option A+ approach.

Article 4(1) Option A+

Canada: La délégation canadienne appuie la définition de l'expression « convention de compte » qui est proposée dans le Document préliminaire No 16.

"account agreement" definition: The Canadian delegation supports the definition of "account agreement" as proposed in Preliminary Document No 16.

United States of America: We are content with the proposed language defining "account agreement," on the understanding that the definition would be accompanied by commentary making clear that:
(i) the term and the notion of agreement under Article 4 refer to the "deal" between the parties, however reflected (whether on paper, electronic or otherwise, and whether in a single document or in multiple documents), and do not refer to a particular document, however labelled, and
(ii) that the Convention does not impose explicitly or implicitly any requirement of form or formality with respect to the agreement of the parties.

Association of Global Custodians: Consistent with this redraft, Preliminary Document No 16 also states that a definition of the term "account agreement" will be added to the definitions in Article 1. This new definition would provide:

"'account agreement' means the agreement between the account holder and the relevant intermediary governing the securities account;"

The Explanatory Report would state the "account agreement" need not be contained in a single document, but may consist of more than one document, including side agreements. This statement is intended to clarify that a side agreement may be executed specifying the governing law without otherwise amending a pre-existing custody agreement.

Article 4(1)(a) to (d)

Argentina: "white list": Argentina supports the German comments to the effect that: The wording "*at such office*" should be included before or after the list as a superior rank concept, since the intermediary must have an office in the place of that State whose law is applicable, and it must fulfil the criteria listed in (a) to (d). The draft contains complex multi-clause sentences which are not immediately comprehensible to the person applying the law.

Canada: La délégation canadienne préconise la suppression complète du test de réalité, car il est source d'incertitude. Si le test de réalité est conservé, il faudrait réexaminer les fondements mêmes de la liste blanche, car ce test permet de remettre en question le lieu où le compte de titres est tenu et soulève ainsi les mêmes problèmes que l'Option B. Le test de réalité actuel nous renvoie à la question que nous avons tous convenu d'éviter : où un compte est-il « réellement » situé? La Commission spéciale a auparavant reconnu qu'il était impossible de répondre à cette question. S'ils devaient être conservés, le test de réalité et la liste blanche devraient servir à déterminer s'il y a un lien suffisant entre la loi désignée par les parties et l'intermédiaire pertinent, et devraient faire intervenir des facteurs qui ne se rapportent pas nécessairement aux activités de tenue de compte. La délégation canadienne est d'avis que la liste blanche actuelle crée une incertitude considérable parce qu'elle ne reflète pas adéquatement les pratiques modernes de tenue de compte : on a recours à une technologie dispersée, sans compter la sous-traitance, pour toutes les activités post-marché. Par exemple, « (b) l'administration des versements ou événements sociaux relatifs aux titres détenus auprès de l'intermédiaire soit réalisée par cet établissement » est un processus qui peut être facilement centralisé et n'avoir rien à voir avec la tenue du compte. La liste blanche devrait avoir pour objectif d'assurer une certitude *ex ante* en comprenant des facteurs qui peuvent être immédiatement vérifiés par les tiers. Ces facteurs devraient inclure des éléments tels que le fait d'avoir un domicile élu aux fins de signification dans le territoire et le fait d'y être constitué ou d'y être inscrit. Le Rapport explicatif doit indiquer clairement qu'il faudra interpréter la liste blanche de manière large. Il devrait aussi traiter précisément de l'application de la liste blanche à un intermédiaire dont les opérations sont principalement menées au moyen d'Internet. Les éléments de la liste blanche actuelle sont si vagues qu'il est difficile de faire des observations significatives. Le terme « suivies » dans (a) pourrait être interprété de nombreuses manières, mais nous sommes d'avis qu'il devrait être interprété largement. (Voir aussi les commentaires relatifs à l'article 4(1)(a); à l'article 4(1)(c); et à l'article 4(1)(d)).

The Canadian delegation's preferred position is to delete the reality test entirely because it creates uncertainty. If the reality test is retained, the current white list should be reconsidered at a fundamental level because it tests the place where the securities account is maintained, thereby invoking the same problems as Option B. The current reality test returns us to the question we all agreed to avoid: where is an account "really" located? The Special Commission previously recognized that it was impossible to answer that question. The reality test and white list, if retained, should test whether there is an adequate link between the agreed-upon choice of law and the relevant intermediary, and should include factors that do not necessarily relate to account maintenance activities. The Canadian delegation is of the view that the current white list creates considerable uncertainty because it does not adequately reflect modern account maintenance practices using dispersed technology and the related issue of contracting out back office operations. For example, "(b) administration of the payments or corporate actions relating to securities held with the intermediary is performed at such office" is a process which can easily be centralized and have nothing to do with the maintenance of the account. The objective of the white list should be to provide *ex ante* certainty by including factors that can be readily ascertained by third parties. Such factors should include such things as having a legal address for service in the jurisdiction and being incorporated or registered in the jurisdiction. The Explanatory Report should make it clear that the white list should be broadly interpreted.

It should also specifically address the application of the white list to an intermediary who operates primarily through the Internet. (See also comments on Art 4(1)(a); Art 4(1)(c); and Art 4(1)(d)).

China (Hong Kong Special Administrative Region): [W]e do not consider that the reality checks (a) to (d) are necessary. The operation of the reality checks may not be effective in checking the reality. They tend to operate in favour of the big intermediaries that have offices all over the world. The small intermediaries may have to turn to Article 5 which is even more artificial and unreal. Having said that, we will follow the majority opinion on the formulation of the PRIMA approach under this article.

Finland: To our mind a relevant office can neither be "a sham" nor a technology centre, a call centre or a mailing centre. Therefore, it is necessary to define what sort of office is relevant. We acknowledge that setting qualitative requirements for an office can be difficult (*i.e.*, conditions that relate to the physical presence, use of employees etc.). Yet we are in favour of setting certain conditions on the operations of the office. First of all, the office in question should be engaged in a business of maintaining securities accounts. Secondly, we would stress that this business should not be pursued on a temporary basis, *i.e.*, an office could not be an occasional place of business – a certain stability and regularity should be required. Thus, we think that the use of the white and black list in Article 4 is necessary. However, we would stress more strongly the regularity and stability of the operations of an office. Therefore, we suggest adding "not on a temporary basis / on a regular basis" before the white list (a)-(d) so that this more clearly becomes a general requirement. It is not sufficient that "or other regular activity of maintaining securities accounts" is mentioned only in (d). Moreover, even though it has been difficult to take the supervisory element into account in drafting Article 4, we would like it to be considered whether a requirement of supervision could be added as a general condition (for example, "not on a temporary basis / on a regular basis and under supervision"). These suggestions would also require minor changes in the wording in (a) – (d). However, we think that these suggestions make the operations of an office (and the intermediary in question) more reliable and credible.

Closure of the relevant office and freedom to change the applicable law: In Option A+ it is enough that there is an office at the time of custody agreement in the state whose law parties to that agreement choose as the applicable law. Thus, the fact that the office in question at a later stage is closed down or that it becomes an office meant in the black list, does not affect the applicable law. We acknowledge that the closure of an office or a change in its operation can be unforeseeable. Moreover, irrespective of such developments the intermediary may in practice be able to continue applying the selected law in question. Yet it seems possible that these developments could raise practical problems and uncertainty. Moreover, it seems that parties to a custody agreement are allowed to change the applicable law at a later stage. In principle, we have nothing against this freedom, but we are somewhat concerned whether such a change may adversely affect third parties. We see that it may not be for this Convention to solve these kinds of problems. Nevertheless, we feel that they should be kept in mind in order to be solved elsewhere.

Germany: The wording ("*at such office*") should be included before or after the list as a superordinate concept, since the intermediary must have an office in the place of that State whose law is applicable, and it must fulfil the criteria listed in (a) to (d) (see also comments on Art. 1(1): suggested additional definitions).

Luxembourg: See comments on Article 4(1)(d).

Switzerland: See comments on Article 4(2): "black list".

United States of America: We support the inclusion of the "white list" as a non-exclusive safe harbor in the text of the Article 4(1), as presently drafted. The list is fully adequate for its purpose and reflects the result of much negotiation and deliberation by the Drafting Group and other delegations, and an accommodation to those views by industry participants. We do not believe that consideration of additional proposals at this point will add any clarity; rather, that would likely disturb the equilibrium that was reached.

European Central Bank: Article 4(1) and (2) contains a reality test consisting of a so-called "white list" and a so-called "black list" in order to limit the hypothetically possible number of selectable jurisdictions. According to the white list in Article 4(1), an intermediary needs to conduct certain listed activities related to the maintenance of securities accounts in a specific place. Already the application of the "white list" might introduce an additional element of uncertainty. Not only are the various activities of the white list alternatives. But the white list is also not exhaustive. This results mainly from the formulation used in (d), letting any engagement of the intermediary in a business or other regular activity of maintaining securities accounts be sufficient for the validity of the respective choice of law in the custody agreement. Such wording is open to any interpretation and a case-by-case analysis under the chosen law would become necessary. Additionally, the activities mentioned in the white list do not have to be conducted by the relevant branch of the intermediary of the securities account in question. It is sufficient that the overall intermediary, the custodian entity, fulfils the requirements of the white list. Therefore, especially for major custodians, conducting their business on a global scale, the alleged limitation imposed by the white list is not likely to be of any practical relevance. It is still to be questioned, whether such openness of the draft Convention coincides with the intended *ex ante* legal certainty. The more unclear the definition of the "maintenance of an securities account" is, the higher is the risk of systemic uncertainty and financial instability as there is a considerable risk that the draft Convention will be implemented or interpreted in widely diverging manners by the Member States of the Hague Conference. Therefore, a short and exhaustive list in Article 4(1), containing no undefined notions, would limit the possibility of alternatives, and increase *ex ante* certainty considerably. In particular, it would decrease the necessity for due diligence or legal opinions as to which functions are performed by a given intermediary and at which places, and whether this could be classified as "maintenance of securities accounts". (See also comments on Art. 4(2): "black list").

Article 4(1)(a)

Canada: Le terme « suivies » dans (a) pourrait être interprété de nombreuses manières, mais nous sommes d'avis qu'il devrait être interprété largement.

"Monitored" in (a) could be interpreted in many different ways, but we suggest that it should be interpreted broadly.

Article 4(1)(b)

Canada: « (b) l'administration des versements ou événements sociaux relatifs aux titres détenus auprès de l'intermédiaire soit réalisée par cet établissement » est un processus qui peut être facilement centralisé et n'avoir rien à voir avec la tenue du compte. (Voir également les commentaires relatifs à l'article 4(1)(a) à (d) : « liste vierge »).

(b) "administration of the payments or corporate actions relating to securities held with the intermediary is performed at such office" is a process which can easily be centralized and have nothing to do with the maintenance of the account. (See also comments on Art. 4(1)(a) to (d): "white list").

Article 4(1)(c)

Canada: On ne peut dire avec précision de quelle manière le troisième facteur dans la liste blanche (4(1)(c)) s'applique. L'intermédiaire pourrait-il attribuer arbitrairement un numéro de compte ou un autre mode spécifique d'identification au compte de son client qui indique précisément que le compte de titres est tenu dans le territoire convenu? Ou alors faut-il que ces modes d'identification soient soumis à des conditions ou à des critères rigoureux établis en vertu de la *lex loci* ou à des mesures réglementaires locales ? Comment ces dispositions sont-elles censées fonctionner ? Comment les tiers sauront-ils si un tel facteur a été respecté? (Voir également les commentaires relatifs à l'article 4(1)(a) à (d) : « liste vierge »).

It is unclear how the third factor in the white list (4(1)(c)) will apply. Could an intermediary arbitrarily assign an account number or other specific means of identification to its client's account that will specifically identify the securities account as being maintained at the agreed-upon jurisdiction? Or must these means of identification be subject to rigorous conditions or criteria established under local law or local regulatory measures? How are these provisions intended to operate? How will third parties know if such a factor has been satisfied? (See also comments on Art 4(1)(a) to (d): "white list").

Article 4(1)(d)

Canada: En outre, nous sommes d'avis que la disposition « (d) – cet établissement exerce par ailleurs, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de comptes de titres [, soit seul, soit conjointement avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent dans cet État ou dans un autre État] » devrait être interprétée de manière large et qu'il faut absolument conserver l'expression entre crochets : celle-ci est nécessaire aux intermédiaires qui sous-traitent leurs activités post-marché. La possibilité de sous-traiter ces activités peut être cruciale pour la compétitivité des intermédiaires. Par exemple, les intermédiaires aux États-Unis et au Canada ont, à l'heure actuelle, des systèmes très intégrés pour leurs activités. Un intermédiaire canadien peut vouloir offrir ses services sur le marché américain sans forcément vouloir exercer ses activités post-marché à partir des États-Unis pour plusieurs raisons (notamment fiscales, etc. . . .), et sans non plus vouloir nécessairement retenir les services d'un intermédiaire américain. Si l'intermédiaire canadien ne peut offrir à ses clients des services conformes à la loi américaine, sa compétitivité en est affectée. De manière similaire, les intermédiaires européens de titres ne devraient pas être obligés d'ouvrir des établissements au Canada afin d'offrir leurs services aux Canadiens. Ce n'est pas dans une convention de droit international privé qu'il convient de formuler des normes applicables à l'environnement concurrentiel pour les intermédiaires. Cette question relève du droit public réglementaire. (Voir aussi les commentaires relatifs à l'article 4(1)(a) à (d) : « white list »).

We further suggest that "(d) – that office is other engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts [, whether alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary in that or another State]" should be interpreted broadly and that the words in brackets should absolutely be retained. The words in brackets are necessary to accommodate intermediaries who contract out their back-office operations. The ability to contract-out back-office operations may be critical to the competitiveness of intermediaries. For example, intermediaries in the United States and Canada currently have highly integrated business systems. A Canadian intermediary may want to compete for business in the United States but may not want to set up a back office operation in the United States for a variety of reasons (*i.e.*, tax reasons, etc. . . .), nor does it necessarily want to deal through a United States intermediary. If the Canadian intermediary cannot offer United States law to its clients, that puts the Canadian intermediary at a competitive disadvantage. Similarly, European securities intermediaries should not have to open back offices in Canada in order to offer services to Canadians. It is not the place of a choice of law Convention to dictate the competitive environment for intermediaries. That concerns public regulatory law. (See also comments on Art 4(1)(a) to (d): "white list").

China (Hong Kong Special Administrative Region): We do not think that the phrase in brackets in Article 4(1)(d) is necessary but we have no objection to include it.

Germany: The draft contains complex multi-clause sentences which are not immediately comprehensible to the person applying the law (see also comments on Art. 4(1): Options A, A+, B).

Luxembourg: In order for the reality tests to help ensure *ex ante* legal certainty and to meaningfully address the issues set out above (see comments on Art. 4(1): Options A, A+ and B), such tests need to be as specific and clear as possible. Reality test (d), even if read in conjunction with Article 4(2) does not meet this requirement and should thus be deleted. One cannot have a situation where a reality test needs a black list (Article 4(2)) to be understood – and not even positively understood – but only to understand what it definitely does not mean. In order to ensure a uniform interpretation of the Convention, only tests (a) through (c) should be upheld.

United States of America: The only change to the white list that we support is the deletion of brackets in item 4(1)(d), a matter expressly left open by Preliminary Document No 15. It is very important that the text acknowledge the dispersion of securities account maintenance activities and outsourcing arrangements.

Association of Global Custodians: The Association urges that the Convention retain the bracketed phrase in Article 4(1)(d) ("[, whether alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary in that or another State]"). We believe that this language is important to the workability of Article 4. Article 4(1)(d) provides that there is a

sufficient nexus between a State and the intermediary if the intermediary is, in that State, "*otherwise engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts [, whether alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary in that or another State].*" Both Preliminary Document No 15 and No 16 enclosed the final clause of Article 4(1)(d) in brackets, apparently to reflect the possibility that these words would be deleted from the final text of Article 4. We urge the Convention to retain the bracketed language. The maintenance of securities accounts by custodian banks operating in multiple jurisdictions often involves coordinated activities that occur in several different offices of the intermediary and at the offices of agents and other service providers retained by the intermediary. The bracketed phrase recognizes that reality. Its deletion could create an unfortunate and unhelpful negative implication that, in order for the nexus test to be satisfied, all of the intermediary's activities must occur within the State and at a single office. Any such interpretation would be highly impractical and inconsistent with modern custody practice.

European Central Bank: See comments on Article 4(1)(a) to (d): "white list".

Article 4(2): "black list"

Australia: Article 4(2) clarifies Article 4(1)(d) by providing circumstances in which a person is not taken to engage in a business of maintaining securities accounts. One comment was whether there would be merit in extending Article 4(2) to also clarify Article 4(1)(a), (b) and (c), which respectively cover monitoring securities accounts, administering securities payments and maintaining identification details for securities accounts.

Switzerland: [W]e continue strongly to support the approach of using a white list and a black list for purposes of clarifying the "reality check", although we continue to believe that the individual entries on those lists need further discussion (see comments on Art. 4(2)(b)).

United States of America: See General Comments.

European Central Bank: It is also noted that Article 4(2), containing the so-called "black list" of elements which are not to be considered as maintenance of securities accounts, has only a meaning as long as the "white list" in Article 4(1) is not exhaustive. It is still to be questioned, whether such openness of the draft Convention coincides with the intended *ex ante* legal certainty.

Article 4(2)(a)

Canada: La délégation canadienne propose de préciser le texte de la version anglaise de l'alinéa 4(2)(a)en remplaçant l'expression « *technology supporting the bookkeeping or data processing for securities accounts is located* » par l'expression suivante « *technology, including facilities for information processing concerning securities accounts, is located* ». Nous sommes d'avis qu'il est probable que les tribunaux pourront localiser plus facilement les « *facilities* » que la « *technology* ».

The Canadian delegation suggests clarifying Article 4(2)(a) by changing the current wording "technology supporting the bookkeeping or data processing for securities accounts is located" to "technology, including facilities for information processing concerning securities accounts, is located". We think it likely that courts will find it easier to locate "facilities" than "technology".

Article 4(2)(b)

Canada: En outre, nous proposons la suppression des alinéas 4(2)(b) et (c).

We further suggest deleting Article 4(2)(b) and (c).

Switzerland: Particularly the inclusion of call centres in the black list seems to us to be problematic.

Article 4(2)(c)

Canada: En outre, nous proposons la suppression des alinéas 4(2)(b) et (c).

We further suggest deleting Article 4(2)(b) and (c).

Article 4(3): express / implied

Paragraph 3 states that the agreement referred to in paragraph 1 must be express. We would rather prefer not to include the possibility that the agreement might be implied, due to the possible discussions on the interpretation of the whole agreement: "The choice of law referred to in paragraph 1 must be express."

China (Hong Kong Special Administrative Region): In the absence of an express agreement, the fall-back rule under Article 5 should apply. Allowing an agreement to be implied from the terms of the contract [as suggested in the current wording of Article 4(3)] will make room for uncertainty which is inconsistent with the objective of this convention.

Germany: Paragraph 3 states that the agreement referred to in paragraph 1 must be express. This wording is somewhat clumsy, since it is not the agreement which must be express but only the choice of law must be express or implied from the terms of the contract considered as a whole. The following wording is suggested for paragraph 3: "*The choice of law referred to in paragraph 1 must be express or implied, with sufficient certainty, from the terms of the agreement or from the circumstances of the case.*"

Luxembourg: It was argued that if Option A+ was to be upheld then Article 4(3) may have to be reconsidered. In quite a number of instances the parties to an account agreement intentionally do not provide for an applicable law, as such law results, in any event, from the application of either international conventions (*e.g.*, Rome Convention) or local laws. Is their choice express or implicit? It seems to us important to uphold the reference to an "implicit choice" of law, failing which a large number of situations would fall under the back rule. It is conceivable to uphold the reference to the "implicit choice" only for the choice of the law applicable to the account agreement in general.

Portugal: Paragraph 3 of Article 4 states: "The agreement referred to in paragraph 1". In the new drafting, two agreements are mentioned in paragraph 1, one on the applicable law to the account agreement and, the other on the law applicable to the issues referred to in Article 2(1).

There is not only a need to redraft this paragraph, but it is also necessary to decide whether this rule should apply as well to the agreement on the law applicable to the account (restricted to the effect of making effective the extension of this choice of law clause). There is no literal argument to assume that 4(1) (Option A+) contains any presumption or fiction, but we would like to see clarified how it would function in a case where there is an express agreement on the applicable law to the account, and an implied one on the law applicable to the issues specified in Article 2(1). The criterion of A+ is not the free autonomy of the parties in a transaction, but it is based on the validly expressed will of the intermediary and the account holder, and consequently, it is of capital importance to accurately define the terms to which the will is relevant.

Spain: See comments on Article 4(1): Options A, A+, B.

Article 4: transfers involving two or more intermediaries (Page 37 problem)

Denmark: The problems of multiple "relevant intermediaries" have previously been dealt with several times *e.g.*, in Preliminary Document No 12 and Preliminary Document No 14A. We would welcome a further discussion of the issue with the aim of clarifying how the Convention is to be applied in such situations. At the June meeting of the Drafting Group there seemed to be a consensus that the "stage-by-stage" analysis presented in Preliminary Document No 12 was not useful and that the "right" answer under the Convention should be that only one law should be applied to determine who was the right owner of securities which has been "moved" from one intermediary to another (or, as the case may be, between offices of the same intermediary). However, this does not mean that the "unitary" solution presented in Preliminary Document No 12 is to be applied, as that solution as explained in Preliminary Document No 12 does lead to uncertainty, as it attempts to use the same law on different "tiers" (vertical levels) in the chain. We encourage the Permanent Bureau to submit a new Preliminary Document dealing with the problem. The starting point of such Preliminary Document could be the following example:
A holds securities through Bank One. The account, which is governed by X law, is pledged to P, who perfects under X law. A (in violation of his duties under the pledge agreement) sells the securities (*e.g.*, by a title transfer) to B. As a result of that transfer the securities are debited A's account at Bank One and credited to B's account at Bank Two. B's account at bank Two is governed by Y law. Bank One and Bank Two both use the same intermediary, CSD. As a result of the transfer, Bank One's account at CSD is debited and Bank Two's account at CSD is credited. P subsequently enters into litigation against B and Bank Two in order to have the securities returned to A's account at Bank One. The question is which law decides whether P or B is entitled to the transferred securities. The following options should be considered:
I) X law as the law governing A's account (and thus the securities on that account) at the time when the conflict between P and B occurred (that is: at the time when A concluded the contract with B which was a violation of A's duties towards P).
II) Y law as the law governing B's account to which the securities were transferred as a result of the transfer.
III) Y law as the law governing B's account at the time of litigation.

It seems essential that there is no doubt how the Convention should be applied in situations like this which may occur quite often. Whether Option I), II) or III) is the best solution is not quite clear. The choice of option does not necessarily imply whether the party first-in-time or the party last-in-time should prevail. The substantive rules of X law (applied under Option I) may very well lead to that B prevails as B has completed the transfer without knowledge of P's pledge. Similarly, the substantive rules of Y law (Option II) and III)) may very well lead to that P prevails as B did not make sure that the securities purchased were not subject to a perfected pledge. Generally, Option I) seems most in line with the application of the traditional *lex rei sitae* rule to goods as in most states it is the *lex rei sitae* at the time of the second transfer (in this case the conclusion of the contract with B) which is applied, regardless of whether the goods have subsequently been moved (in this case subsequently transferred to Bank Two). There is an alternative approach to the problem of multiple intermediaries: Simply to define that interests are not in specific securities as such but merely in a specific account. To illustrate this approach, the example may be used. P has a perfected interest in A's account. That interest does not cease to be perfected, but the value of the account is reduced by the transfer of securities to B's account. B has an interest (owns) his account at Bank Two. P does not have any interest in that account. Consequently, P cannot challenge B's right to his account (or to the securities held on that account). If P's pledge has been violated by a debit (transfer) of securities from A's account, P under this alternative approach cannot trace his interest to B's account, but must instead demand compensation of Bank One and / or A for violation of their duties towards P. Under this approach, most often there is no need to determine "the relevant moment of time". However, the result of the approach is that perfection of an interest in an account does not give the pledgee any right to securities transferred from the pledged account; in other words, perfection has merely an effect as long as the securities are held on the pledged account. Furthermore, even if this alternative approach is used, there may be cases where the "relevant moment of time" has to be determined. Imagine *e.g.*, that A (instead of selling the securities to B) had changed his account agreement with Bank One, so that Y law applies to the account (which is possible if Bank One has an office in state Y) and then subsequently pledged the account to C, who then perfected under Y law. In that situation P and C would both have an interest in the same account making it necessary to determine whether X or Y law determines the priority between X and Y. We believe it is important, that it is made clear in the text of the Convention (in Art 4 or a separate article) how the multiple intermediaries problem is to be solved under the Convention.

Japan: The following paragraphs should be inserted into the Explanatory Report of Article 4 of the Convention.

"In a situation where the law of the State agreed by a collateral provider or seller ("transferor") and its relevant intermediary is different from the one agreed by a collateral taker or buyer ("recipient") and its relevant intermediary, when the security in the account maintained by the transferor's relevant intermediary is transferred to the recipient whose account is maintained by the recipient's relevant intermediary, the law applicable to the issues specified in Article 2(1) arising between the transferor and the recipient is the law of the State agreed by the recipient and its relevant intermediary. The reason is that the security in dispute is credited to the account maintained by the relevant intermediary of the recipient.

On the other hand, the law applicable to the issues specified in Article 2(1) arising between the transferor and its relevant intermediary is the law of the State agreed by the transferor and its relevant intermediary. Also, this law governs a question of whether or not the consequence of

the issues arising between the transferor and the recipient will affect the interest in the securities arising between the transferor and its relevant intermediary.

In the same way, the law of the State agreed by the transferor's intermediary and its upper-tier intermediary governs a question of whether or not the consequence of the issues arising between the transferor and the recipient will affect the interest in the securities arising between the transferor's intermediary and its upper-tier intermediary."

Japan submitted its comments on the Preliminary Document No 12 focusing on several problems relating to transfers involving two or more intermediaries. They were distributed to the Member States and the Observers as Preliminary Document No 14A. In Section IV (Direct lawsuits between investors) and Section V (The problem of "double interests") of the Preliminary Document No 14A, two difficulties of the preliminary draft, under which two different applicable laws could be designated in order to decide on the proprietary aspect of what is in substance one single right in the case, were examined. This proposal aims to resolve these difficulties. One difficulty examined in Preliminary Document No 14A is the problem of "direct lawsuits between investors". The proprietary aspect of the right could be disputed in a lawsuit where one investor directly sues the other investor.[10] The stage-by-stage approach adopted by the preliminary draft could lead to the situation where one investor's right is perfected under one applicable law and, at the same time, the other investor's right is perfected under another applicable law. In this contradictory occasion, the court must be puzzled in making a decision on such direct claim. The other difficulty is the problem of "double interests". In the preliminary draft, a situation could inevitably occur where one investor's right is perfected under one applicable law and, at the same time, the other investor's right is perfected under another applicable law. This is because the preliminary draft permits the possibility of designating two different applicable laws in order to decide on the proprietary aspect of what is in substance no other than one single right. This proposal primarily aims at clarification of the law applicable to the issues specified in Article 2(1) arising between two investors, particularly when they dispute on the proprietary aspect of the interest in the securities in a direct lawsuit. In such a situation, the interest in the securities in dispute is credited to the account maintained by the relevant intermediary of the recipient. This means that the law applicable to the issues specified in Article 2(1) arising between the investors should be the law of the State of the relevant intermediary of the recipient. This point should be clarified in the Explanatory Report of Article 4 in order to ensure that courts make decisions on such direct claim without confusion or doubt. Needless to say, our proposal is completely different from the so-called "Super PRIMA approach" or the "suggested unitary solution" described in Preliminary Document No 12. Our proposal presupposes that the law applicable to the issues specified in Article 2(1) arising between the transferor and its relevant intermediary is the law of the State agreed by the transferor and its relevant intermediary. It also presupposes that the law applicable to the issues arising between the transferor's intermediary and its upper-tier intermediary is the law of the State agreed by the transferor's intermediary and its upper-tier intermediary (the stage-by-stage approach). This proposal also aims to reduce the discrepancy resulting from the "double interests" problem as much as possible. If the law applicable to the issues between the transferor and its relevant intermediary (or the law applicable to the issues between the transferor's intermediary and its upper-tier intermediary) adopts a policy of reflecting the consequence of the dispute between two investors, the possibility that "double interests" occur would decrease to that extent. Needless to say, our proposal does not mean to adopt the "Super PRIMA approach" or the "suggested unitary solution". It depends on the policy underlying the substantive law of the jurisdiction having the law applicable to the issues between the transferor and its relevant intermediary (or the law applicable to the issues between the transferor's intermediary and its upper-tier intermediary) whether or not the consequence of the dispute between investors will have an influence on the issues specified in Article 2(1) arising between the transferor and its relevant intermediary (or the issues arising between the transferor's intermediary and its upper-tier intermediary). For the same reason, similar paragraphs should be inserted into the Explanatory Report of Article 5 of the Convention.

Switzerland: We simply remind you of our concerns regarding the "page 37 problem" (see Prel. Doc. No 14).

Article 4: Pledged securities held with an intermediary

Japan: There are various types of book entry systems regarding a pledge of securities held with an intermediary. One type might credit a collateral taker's right of pledge to the account maintained by the relevant intermediary of the collateral taker. Another type, in contrast, might credit the collateral taker's right of pledge to the account maintained by the relevant intermediary of the collateral provider. Under the latter system, the law applicable to the issues specified in Article 2(1) is thought to be the law of the State agreed by the collateral provider and its relevant intermediary, because no intermediary maintains an account to which the right of pledge is credited in the name of the collateral taker. This point should be clarified.

Article 4: relevant intermediary as collateral taker

Japan: There are various types of systems regarding book entry of securities provided by an investor to his / her intermediary in a collateral transaction. One type credits the securities to the account maintained by the intermediary in its own name. Another type, however, credits the securities to the account maintained by its upper-tier intermediary in the name of the intermediary who takes the collateral. Under the former system, where the account to which the relevant securities are credited is the one maintained by the intermediary, an "account holder", who makes an agreement with "the relevant intermediary" under Article 4(1), is considered as the intermediary itself. This is odd from the literal reading of the present draft Convention. Under the latter system, where the account to which the relevant securities are credited is the one maintained by the upper-tier intermediary, it is difficult to decide the law applicable to the issues specified in Article 2(1). Is it the law of the State agreed by the account holder and the intermediary? Or the one agreed by the intermediary and its upper-tier intermediary? As described above, the present text of the preliminary draft is unclear regarding collateral transactions between an investor and

[10] It is primarily because, in one type of legislation, investors are regarded as real and ultimate owners of the securities and, when two investors enter into a collateral or sales contract, the relevant rights are considered to be directly transferred from one investor to the other. The instances of direct claims usually occur in this type of legislation. However, they could occur in a different type of legislation as well. Even in the United States, for instance, there is a similar type of direct claim or direct lawsuit called as "adverse claim". See U.C.C. §8-502 (1994).

his / her intermediary. In such situation, whose agreement is relevant to decide the law applicable to the issues specified in Article 2(1)? This point should be clarified, and the present text should be modified accordingly.

Article 4: Drafting Comments

ISDA:We understand that during the Workshops there was a certain amount of discussion of the drafting of some of the sub-clauses of Article 4 with a view to improving its clarity and certainty. Clearly we support in principle further improvements and refinement of the drafting, provided that discussions on these points do not endanger the current timetable for completion and signature of the Convention in December of this year.

Article 5: fall-back rule

Argentina: The Government of Argentina considers that this particular clause is not necessary, in case that the parties agree expressly on the choice of law. Nevertheless in case that the vast majority of the delegations would accept the possibility of "an implied agreement", we might accept the criteria exposed by the German Government in this regard. That is the reason why, at a first instance, we are not taking into account this fall-back rule.

Germany: If one compares the primary rule of Article 4 with the fall-back rule of Article 5, it is conspicuous that the latter dispenses with specifying the point in time at which the conditions listed therein should be fulfilled. With the draft as it currently stands, the point of reference, namely the place of incorporation, could subsequently change as a result of a merger of intermediaries. This is not entirely clear considering the need for legal certainty, which it is the goal of the Convention to establish. In this respect it is proposed that the requirements stipulated in Article 5 must be fulfilled at the point in time the agreement on the holding of securities is concluded. The order within Article 5 should be changed. This article determines the applicable law where it is not determined under Article 4. Article 5 primarily takes the entity itself of the relevant intermediary to be the decisive factor, whilst the location of the securities account or the office where it is maintained are of no importance. Thus, under Article 5(a), the law of a foreign State would be applicable to a securities account maintained in the United States of America, for example, if the domestic dependent office of a foreign legal person (incorporated in Germany, for example) were acting as the intermediary. It would be more practical to reverse the order of letters (a) and (b), since this would mean that the law of the State where the office is located would primarily be applicable (in this example: the law of the relevant state of the United States of America), and the law of the State where the intermediary is incorporated (in this example: German law) would apply by way of an alternative.

Japan: For the same reason as given under Japan's comments on Article 4 "*transfers involving two or more intermediaries*", similar paragraphs (as are suggested for Article 4) should be inserted into the Explanatory Report of Article 5 of the Convention.

United States of America: See General Comments.

Fédération Bancaire de l'Union européenne: The timing issue: A provision needs to be added in the fall-back rule indicating the time in which the applicable law is to be determined. In order to promote legal certainty we suggest that the applicable law is determined at the time of conclusion of the custody agreement. The time of the dispute is too random to be preferred, whereas the time of disposition has the disadvantage of having to check for every single disposition perfected.

Article 6: "factors to be disregarded"

Canada: La délégation canadienne signale que, lorsqu'un choix aura été exercé entre les Options A et B, il serait utile d'envisager la fusion de l'alinéa 2(2)(b) et de l'Article 6, qui ne formeraient alors qu'une liste unique, ou encore envisager leur suppression partielle ou complète.

The Canadian delegation notes that after a decision has been made between Options A and B, it would be useful to consider whether or not Article 2(2)(b) and Article 6 should be collapsed into a single list or deleted partially or altogether.

France: Bien qu'elle ne soit pas certaine de l'utilité de maintenir une liste noire si la règle de conflit de lois est claire et précise, la délégation française estime qu'il est nécessaire de maintenir cette « liste noire » au moins à titre pédagogique tout en proposant dans un but de clarification, d'ajouter à la fin du chapeau de l'article le mot *notamment*.

Portugal: We support the new wording as it is in line with the comments made in relation to the former.

United States of America: It is very important to continue to include a separate paragraph to identify factors to be disregarded.

Article 7: Insolvency

China (Hong Kong Special Administrative Region): It will be clearer if a comma is put before "does not affect" in Article 7(1) (see also comments on Article 7(1)(b) and Article 7(2)(a).

Denmark: Intermediary insolvency: The purpose of Article 7 is primarily to make sure that a disposition which has been perfected under PRIMA law (the law applicable under Art. 4, or as the case may be, Art. 5) is not affected by the opening of insolvency proceedings except by rules of ranking, rules on fraudulent / preferential transfers and rules on (stay of) enforcement of rights. Article 7 as drafted seems generally to work well in most cases, though the language could be improved by making some minor technical adjustments. The most common conflicts are likely to be the situations where an account holder grants a security interest in the account to a pledgee, after which the account holder becomes insolvent. In this situation Article 7 works well, regardless of whether the account holder is the "true" owner of the securities on the account or is merely maintaining the pledged account on behalf of others (acting as an intermediary). In both cases the law chosen by the account holder and his intermediary should govern the question of perfection as it appears from Article 7. However, the opening of insolvency proceedings against an intermediary may not only raise questions about security interests granted by the intermediary in his capacity as an account holder (at the now insolvent intermediary's intermediary), but may also raise questions about whether the customers (account holders) of the insolvent interme-

diary are affected by the insolvency proceedings. Article 7 (as drafted) is not suitable to deal with these conflicts as will be explained in detail below. Though intermediary insolvency is not likely to be nearly as common as account holder insolvency it seems important that Article 7 is adjusted with respect to intermediary insolvency. It is noted that Article 7 as drafted is intended not only to deal with insolvency of an account holder, but also the insolvency of an intermediary. For example, if an account holder and his intermediary have agreed that the proprietary rights to an account are governed by English law (that the account is maintained in England), English law decides whether the customer's interest (ownership) is affected by the opening of insolvency proceedings against the intermediary (regardless of where these proceedings are initiated). Applying the convention to this matter may however generate a number of problems, which can be illustrated by the following examples:

Example a): Imagine there is a shortfall of securities (the securities held by the insolvent intermediary at his intermediaries are less than the number of securities which the customers of the insolvent intermediary are entitled to). Such shortfall may *e.g.*, appear if the intermediary (fraudulently) has disposed of some of the customers securities. Customer A's account at the intermediary, which is governed by state X law, shows a credit of 100 Microsoft stocks whereas customer B's account at the intermediary, which is governed by State Y law, shows a credit of 100 McDonalds stocks. However, at bankruptcy day only 80 Microsoft stocks are actually present at the intermediaries' account (with his intermediary). According to the law of State X, A is entitled to these 80 stocks as A is the only customer holding Microsoft stocks. Consequently, A whose account is governed by X law should be entitled to the remaining stocks. According to State Y law, in case of a shortfall of securities, the shortfall is divided equally between all customers. Consequently, under Y law, B and A are each entitled to 40 of the remaining stocks (assuming for simplicity that one Microsoft stock has the same value as one McDonalds stock). Consequently, B whose account is governed by Y law is entitled to 40 of the remaining stocks. Of course, it is not possible to give both A all 80 stocks (under X law) and B half of the stock (under Y law). The law chosen by each of the account holders in their respective agreement with the intermediary is simply not suited to solve shortfall problems in cases of intermediary insolvency.

Example b). C holds stocks on account with his intermediary (I1). C's account is governed by X law. The intermediary holds (on behalf of C and the intermediary's other customers) stocks at his intermediary (I2). I1's account at I2 is governed by Y law. I1 pledges his account (at I2) to a pledgee who perfects under Y law (the law governing that account). When I1 becomes insolvent, C disputes that the pledge is valid, as under X law (which governs C's account) such pledge of an account is not valid as it jeopardizes the interests of the customers. However, under Y law (which governs I1's account) the pledge is valid and takes free of any customer interest in I1's account at I2. Once again, applying the law chosen by the account holder (C) and his intermediary (I1) is not possible in this conflict which has arisen due to the insolvency of the intermediary. X law and Y law cannot both be applied at the same time.

The law chosen by an account holder and his intermediary is very well suited to deal with all conflicts resulting from dispositions made by the account holder and / or insolvency of the account holder, but is not suited to solve a conflict involving an account holder, when that conflict arises due to dispositions made by the account holder's intermediary and / or the insolvency of that intermediary. The reason why the law chosen does not work in the latter cases is basically that the conflict does not concern the account holder's accounts, but is rather a question of how the assets of the intermediary should be treated. In case of insolvency of an intermediary, the account holders account are not assets of the estate, but instead claims against the estate (just as ordinary bank accounts are not assets in case of insolvency of the bank, but rather liabilities of the bank). Applying the law chosen by the parties in case of intermediary insolvency would thus be similar to applying the law chosen to govern an ordinary bank account to the question of whether the holder of an ordinary bank account enjoys priority in case of insolvency of the bank. Consequently, it is suggested to limit the scope of Article 7 to insolvency of an account holder. Against such proposal, it may be argued that it will create uncertainty for account holders and their secured lenders who in case of intermediary insolvency cannot rely on the law chosen in the account agreement. However, that uncertainty is not removed by applying Article 7 to intermediary insolvency. As example a) and b) show, account holders (and their secured lenders) cannot always rely on the law chosen. Example b) further illustrates that an attempt to apply the law chosen by an account holder and his intermediary (in the example X law) may even frustrate the legitimate expectations of persons who have perfected an interest in an account belonging to the intermediary (in the example the pledgee relying on X law). Further, it might be argued that cases of shortfall are rare and that the law chosen in each account agreement thus usually can be upheld (as there are sufficient securities to satisfy all customers). Even if a shortfall occurs, it may be argued that most intermediaries would have chosen to let all account agreements be governed by the same law (which then naturally can be used to determine how the deficit should be spread among the customers). However, even if all agreements are governed by the same law (making it possible to apply that law), it is doubtful whether application of that law is consistent with bankruptcy policies of all States. Some States may (in their substantive law) have chosen only to respect interests of customers in intermediary insolvency in cases where there is no shortfall (the argument being, that if there is a lack of securities, none of the customers can actually prove which securities belong to which customer, in which case the securities should form part of the estate and be distributed among the unsecured creditors). Other States may have chosen to protect the customers as far as possible and consequently in their substantive law have chosen that remaining securities should be split among the customers. The point is that the application of the law chosen in the account agreements cannot be justified by an argument that in case of intermediary insolvency, customers should be able to rely on the law which they have chosen in their account agreement regardless of the content of the insolvency law (*lex concursus*) of the forum of the insolvency proceedings. The aim of the Convention is merely to create certainty about which law is the applicable one to interests in securities accounts. The aim is not to ensure that parties' choice of law are applied in insolvency to questions which are truly not questions of proprietary interests in an account (but as explained above a question of how an account holders claim for securities are treated in case of insolvency). In particular, the aim is not to ensure that customers are protected to the largest extent possible in case of intermediary insolvency. The latter is (still) a matter for national substantive law. Basically, what the Convention should do is to create certainty about which law is applicable to an account holder's dispositions of his package of rights against the intermediary (the "account"), not to regulate whether those rights (the "account") are affected by insolvency of the intermediary. Technically, the limitation of the scope of Article 7 to

account holder-insolvency may be obtained by inserting the words "against an account holder" in first line of Article 7, so that the first line of Article 7 then reads:

"(1) The opening of an insolvency proceeding against an account holder [whether or not the account holder is acting as an intermediary for others][11] under a law other than the law applicable under Art 4 or, as the case may be, Art 5 does not affect –"

As a consequence of this change, it would be preferable if in Article 7(1)(a) the reference to "a securities account" is changed to "the securities account", so it is made clear that it is the insolvent account holders' account that is the subject of the provision.

France: La délégation française estime qu'il est tout à fait primordial d'éviter de porter atteinte par une règle de droit international privé à l'application de la *lex concursus*. Par ailleurs la rédaction actuelle de l'article 7(1) peut être mal comprise en ce sens qu'elle peut laisser croire que, par une excroissance du domaine de la loi applicable, certaines questions pourraient échapper au domaine de la *lex concursus*. Il serait ainsi plus clair de rajouter devant le paragraphe 2, l'expression « sous réserve des dispositions du premier paragraphe », voire d'inverser l'ordre des paragraphes.

Luxembourg: Concerns were raised about the compatibility of the insolvency provisions in Article 7 with the rules set out in the EU insolvency regulation / directive. Without taking a position on this issue, we wonder whether Article 7 is indispensable for purposes of the Convention or alternatively, whether its scope could be limited without harming the effectiveness of the Convention.

Malaysia: Article 7 provides that as a general proposition, insolvency proceedings do not affect the validity of a proprietary right constituted and perfected in accordance with the law of the State of the relevant intermediary. Therefore, if an intermediary is subject to insolvency proceedings, the insolvency of the intermediary will not jeopardise the validity of a disposition such as a transfer or a pledge perfected at the level of the relevant intermediary. The above general principle which holds that such a transaction will remain inviolate is, however, subject to certain carve-outs, namely, that it does not affect rules of substantive or procedural insolvency law relating to the avoidance of transactions as a preference or transfers in fraud of creditors (Art. 7(2)(a)). It also does not affect the application of any rules of substantive or procedural insolvency law relating to the enforcement of rights after the opening of an insolvency proceeding (Art. 7(2)(b)). We are concerned that these carve-outs are not wide enough, and if that be the case, the consequence is that national insolvency laws may need to be amended to ensure that the principles in the Convention are reflected in those laws. There may be other transactions which, under insolvency laws, are recognised as being reason of insolvency proceedings. For example, under section 47 of the Bankruptcy Act 1967 (Malaysia), it is provided that the title of the Official Assignee to the assets of the bankrupt will related back to the act of bankruptcy upon which the receiving order is based. Therefore, by law, any disposition, whether transfer or pledge of any indirectly held securities, made by the bankrupt between the date of his act of bankruptcy and the date of his receiving order will be void as the bankrupt cannot transfer or pledge assets which are not his. Similarly, under s. 219(2) of the Companies Act 1965, it is provided that the winding up shall be deemed to have commenced at the time of the presentation of the winding up petition. The commencement of winding up is significant because dispositions of properties after commencement are void (s. 223), and execution on properties after commencement is also void (s. 224). Additionally, floating charges created within 6 months of commencement are also void save for some exceptions (s. 294). We note that the scope of Article 7(2)(a) is limited to preference and transfers in fraud of creditors and that the transactions which are void by reason of the relation back principle have not been included. It is unclear whether such relation back transactions would fall under the carve-outs in Article 7(2)(b) which provides that the general rule will not apply to "*any rules of substantive or procedural insolvency law relating to the enforcement of rights after the opening of an insolvency proceeding*". Whilst the relation back principle is arguably a "*procedural insolvency law*", it is more difficult to see the principle as "*relating to the enforcement of rights*". In our view, it is simply a rule, procedural perhaps, which deals with the vesting of title of a bankrupt's assets in the Official Assignee and is not, as such, a rule relating to the enforcement of rights. Further, we seek clarification on what would constitute "*The opening of an insolvency proceeding. . . .*". We would note that insolvency proceedings would include both bankruptcy and winding up proceedings. What would constitute the opening of such proceedings could be open to subjective interpretation and indeed vary from country to country.

Norway: The purpose of Article 7 is to provide a safeguard for acquired rights when insolvency proceedings occur under a law other than the law applicable under Article 4 or 5. In our view there is possibly a need for clarification in the convention regarding situations where insolvency proceedings are instituted towards the relevant intermediary (and not towards the account holder). To illustrate the approach to the problem: A Norwegian bank has branches in Oslo, Stockholm and New York. Three of the bank's customers (A, B and C) open securities accounts with the bank. The choice of law is as follows: A = Norwegian law is applicable (to the issues specified in Article 2(1)), B = Swedish law, and C = New York law. The customers buy 100 Microsoft shares each. The Norwegian bank holds the shares of its customers through a securities account in an American bank. Subsequently, insolvency proceedings are instituted towards the Norwegian bank, and it is revealed that the American bank has no more than 200 shares registered to its account. The undercoverage has been caused by negligence by the Norwegian bank, thus no claim can be put forward to the American bank. The question is what consequences Article 7 has in this situation. If A, B and C have their rights decided by three different laws, chances are that by respecting all three laws, no solution can be found.

Portugal: The distinction between the subject matters that fall under paragraph 1, and the ones that fall under paragraph 2 still does not seem to be not clear enough. Many insolvency experts think that this article should be clarified to prevent a possible overlap of the two paragraphs and the subsequent uncertainty in case of an insolvency.

Spain: As a Member State of the European Community, we are concerned by the relationship between Article 7 of the Hague Convention and the European Regulation on Insolvency (Regulation 1346/2000; or the parallel Directives for credit institutions and insurance undertakings). Nevertheless, after having given particular attention to this problem, we have reached the conclusion that there is no

[11] The words in brackets are intended to clarify that Article 7 also applies where an account holder himself is acting as an intermediary, but that may be clear even without the words in brackets. Alternatively, in the definition of account holder in Article 1(1) the words "*whether or not that person maintains the account as an intermediary*" could be inserted after the word "*person*".

contradiction between Article 7 of the Hague Convention and these Community rules. Therefore, we can accept this article as it stands. We deem that the problem of multi-PRIMA conflicts (already put forward by the Danish delegation) should be carefully analyzed; if not in the text of the Convention, at least somewhere in its Explanatory Report (or during the discussions). The multi-PRIMA conflict may come out when different account holders of the same intermediary are governed by different laws. In that case, we may face with contradictory results.

Example: The intermediary is a Spanish bank, which holds US bonds through Euroclear. The Spanish intermediary has three clients, A, B, and C, and has branches in New York, Madrid, and Mexico. The first one (A) agrees to locate the account in New York (or chooses New York law as law applicable to the issues specified in Article 2.1 of the Hague Convention, depending on the option we will follow). The second (B) agrees to locate the account in Madrid. The third (C) agrees to locate the account in Mexico. Each of them (A, B, and C) instructs the intermediary to buy 100 US bonds. Therefore the intermediary should have a total amount of 300 US bonds in its Euroclear account. Nevertheless, in violation of its fiduciary duties, the intermediary only buys 100 US bonds (that is, it leaves a shortfall, the intermediary lacks sufficient holdings to satisfy all entitlement holders having entitlement to the same issue). A, B, and C want to know what is their legal position. In that case, the Hague Convention (Art. 2 + Art. 4) would say: look to the applicable law, that is, New York law for A, Spanish law (let's forget that we are a Multi-unit State) for B, and Mexican law for C. Let's see what happens. (1) If we are not wrong, according to New York law, A has a pro-rata share over 100 US bonds, that is, 33.3. (2) Suppose that according to Spanish law, the first customer who gave the instruction prevails (and with a proprietary right); suppose that it was B. Therefore, B has a proprietary right over 100. (3) And, suppose that according to Mexican law, the customer who gave a written instruction to the intermediary prevails (with a proprietary right as well), and in that case only C fulfils that requirement. Therefore, C has a proprietary right over 100. What do we do? How can we distribute 100 US bonds among the three account holders? Who has a proprietary right and who has a contractual right against the Spanish Bank?

The problem is not only among account holders, but also between one account holder and a secured creditor. If we go back to our example, the account holder whose entitlement is governed by New York law may have given his entitlement as collateral. The position of the secured creditor is governed by New York law, and (if we are not wrong) he has a proprietary right which prevails over the rights of other account holders (B and C in our example). But the position of B and C are governed by Spanish and Mexican law, and these laws may follow a different approach (other account holders prevail over secured creditor). The result would be that according to New York law the secured creditor has a proprietary right over 100 US Bonds, while according to Spanish Law, B has a proprietary right over those 100, and according to Mexican Law, C has the same proprietary right. Who prevails? Or, better to say, what law determines who prevails? It is true that these situations should be unusual. Public law and public authorities would prevent that these kinds of situations occur. Nevertheless, even if only in rare cases, they may arise. And if they arise, it is better to have thought of a way out. One possible solution would be to apply *lex concursus* of the intermediary (in the example, Spanish law); actually, this is the only common point to A, B and C. The *lex concursus* should appear as a "focal point" to give a solution in this situation.

United States of America: Article 7 is another example of provisions that might be construed to overlap. United States insolvency experts believe that the paragraphs of Article 7 are overlapping and that paragraph (1) might be construed to trump the insolvency law matters covered in paragraph (2). That is a consequence that we do not believe is intended by the Convention. Paragraph (2) protects policies about which potential signatories feel very strongly. Because of the importance of the policies at stake and the concomitant need to preclude misconstruction, we believe that the text should clarify that paragraph (1) is subordinate to paragraph (2). We believe that our proposed changes express the agreed intent of Article 7, and that there should be no doubt left regarding the relationship of the Convention to insolvency law. We propose two alternative texts, each of which should deal satisfactorily with this point; we prefer the first alternative because of its simplicity and its consistency with the style of the Convention (see Article 1(4)):

1. Add at beginning of paragraph (1): *"Subject to paragraph (2),"* or
2. Add at beginning of paragraph (2): *"Paragraph (1) notwithstanding,"*.

European Central Bank: The relationship of the draft Convention and Article 8 of the Settlement Finality Directive. Article 7 of the draft Convention is dealing with the interrelation of Article 4 respectively Article 5 with international private law rules concerning insolvency aspects. Article 7(1) stipulates that the determination of issues covered by Article 4 or Article 5 in connection with Article 2(1) of the draft Convention shall not be affected by the opening of insolvency proceedings under a law other than the one determined under the draft Convention. This provision could possibly conflict with Article 8 SFD (and the respective national implementations by the European Union Member States). Article 8 SFD states that in the event of insolvency proceedings being opened against a participant in a system, the rights and obligations arising from, or in connection with, the participation of the participant shall be determined only by the law governing that system. A conflict between Article 8 SFD (and the respective national implementations) and Article 7 of the draft Convention might arise, if the law agreed between a system and its participant to govern proprietary aspects in respect of a particular securities account would not coincide with the law governing the system in accordance with the SFD. In that case, as a consequence of Article 7 in conjunction with Article 2(1) of the draft Convention, a different law might apply in respect of the rights of the participant against the intermediary than the one provided for by Article 8 of the SFD. For reasons of systemic stability, however, it needs to be ensured that the level of legal safety and absence of risk achieved by the implementation of the SFD in respect of systems will not be compromised (see also the considerations above relating to the consequences of the application of Article 4 on systems protected by the SFD, in comments on Article 4(1) Options A, A+, B). A central aspect of this protection is the safeguarding that all rights and obligations arising from, or in connection with, the participation of the participant shall be determined by the law governing that system and only by that one. Whether this is being ensured by excluding systems covered by the SFD from the scope of application of the draft Convention or by just considering the rules of the SFD as *lex specialis* vis-à-vis the draft Convention might require further consideration. The latter understanding would have the merit to avoid any inconsistencies between the draft Convention and Article 8 of the SFD (subjecting all rights and obligations in relation to the participation in a system to the law applicable to the system). Further effects on insolvency law: At least in

Option A of the draft Convention, the parties to a custody agreement could change the applicable law to a securities account (and consequently the effects of the insolvency law of a particular country) by a mere change to contractual agreement (provided that the intermediary has an office in the newly agreed jurisdiction meeting the criteria of Article 4). Such change to the agreement would, however, not have to be accompanied by any changes to actual maintenance of the account in question. It cannot be ruled out, that in some countries, an insolvency court or liquidator will challenge the effects of such a change to a custody agreement. This is particularly of relevance if the change occurs during a suspect period and holds true in so far as there are no material or objective effects justifying the maintenance of a securities account in a specific jurisdiction. In some countries, a receiver will as a matter of course challenge a change to a custody agreement, if the bankruptcy estate is reduced by the transfer of assets from one country to another.

Fédération Bancaire de l'Union européenne: Settlement finality issues: Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems[12] insulates the rights of holders of collateral security from the effects of the insolvency of the provider. It also determines applicable law regarding the determination of such security holder rights. Given the fact that these provisions are binding to the European Union Member States, we would welcome the Convention substantially taking this Directive into consideration, since Article 7(2)(b) might not in itself be sufficient to ensure that this important European rule will continue to apply.

Article 7(1)(b)

Australia: Article 7 concerns insolvency proceedings under the applicable law. One comment was whether the reference in Article 7(1)(b) to "in accordance with the law of the State of the place of that intermediary" could be clarified by expressly referring to the law applicable under Article 4 or Article 5.

China (Hong Kong Special Administrative Region): The phrase "the law of the State of the place of that intermediary" in Article 7(1)(b) is no longer relevant given the present formulation of Article 4. It should now refer to "the applicable law determined by Articles 4 or 5".

Portugal: Article 4 no longer expressly refers to the place of the relevant intermediary, and as a consequence, the wording of Article 7(1) has also been changed. However, in sub-paragraph b) "*the law of the State of the place of the relevant intermediary*" it is still mentioned. We think this reference should be replaced by one more in line with the present wording of Article 4.

Article 7(2)

Canada: La délégation canadienne propose de reformuler le paragraphe 7(2) d'une manière positive afin de le simplifier.

The Canadian delegation suggests rewording Article 7(2) in a positive way to simplify it.

[12] *OJEC* L 166, 11/06/1998 p. 45–50.

Article 7(2)(a)

Australia: A related comment (see comment on Art. 7(1)(b)) was whether there should be a definition of the term "fraud" in Article 7(2)(a). The concern was that "fraud" might be interpreted inconsistently across jurisdictions. It was suggested that perhaps "fraud" could be given a very broad definition under the Convention. Article 7(2)(a) provides that the Convention does not affect any rules of insolvency law relating to "*the ranking of categories of claim or the avoidance of a disposition as preference or transfer in fraud of creditor*". One comment was that the words "*or not with substantially equivalent value to*" could be inserted before "*creditors*". However, an alternative form of words might better achieve this objective.

China (Hong Kong Special Administrative Region): There is a requirement under Hong Kong law that any unregistered charges over the property of a company incorporated in Hong Kong or a company incorporated outside Hong Kong but with a place of business in Hong Kong, will be rendered void. We consider that this is part of our insolvency law that should not be affected by the Convention. Thus, we propose that Article 7(2)(a) should refer to avoidance provisions generally, including avoidance for want of registration. Alternatively, it should be made clear in the Explanatory Report that Article 7(2)(a) does not provide an exhaustive list and may include other avoidance provisions such as avoidance for want of registration. As a further alternative, Contracting States should be allowed to make a declaration or a reservation to that effect.

Malaysia: We note that the scope of Article 7(2)(a) is limited to preference and transfers in fraud of creditors and that the transactions which are void by reason of the relation back principle have not been included (see comments on Art. 7: insolvency).

Article 7(2)(b)

Argentina: Argentina supports the German comments to the effect that: According to paragraph 2(b), this Convention does not affect the application of any rules of substantive or procedural insolvency law relating to the enforcement of rights after the opening of an insolvency proceeding. The wording chosen leaves it unclear as to which areas are to be covered by (b). Firstly, the wording might be referring to the registration and distribution proceedings under insolvency law. In addition, the wording can, however, easily be understood to apply to the entire field of contractual relationships which have not yet been wound up, *i.e.*, also to the question, for example, of what possibilities for termination or dissolution the insolvency trustee has at his disposal once a proceeding has been opened. The Explanatory Report on the Convention should in any case specify the scope of the provision in the light of the questions raised here.

Australia: Article 7(2)(b) concerns the application of insolvency law relating to the enforcement of rights after the opening of an insolvency proceeding. It was suggested that it might be useful to add the words "*legality, validity or*" before "*enforcement of rights*", which would further broaden this concept.

Germany: According to paragraph 2(b), this Convention does not affect the application of any rules of substantive

or procedural insolvency law relating to the enforcement of rights after the opening of an insolvency proceeding. The wording chosen leaves it unclear as to which areas are to be covered by (b). Firstly, the wording might be referring to the registration and distribution proceedings under insolvency law. In addition, the wording can, however, easily be understood to apply to the entire field of contractual relationships which have not yet been wound up, *i.e.*, also to the question, for example, of what possibilities for termination or dissolution the insolvency trustee has at his disposal once a proceeding has been opened. However, it would be of particular importance in respect of security interests if the wording in question could also cover the assertion of rights of separation and recovery and rights to preferential satisfaction. For the reasons given above, a clarification of the scope of Article 7, paragraph 2(b), is desired for the reasons given above in the interest of legal clarity. The Explanatory Report on the Convention should in any case specify the scope of the provision in the light of the questions raised here.

Malaysia: It is unclear whether such relation back transactions would fall under the carve-outs in Article 7(2)(b) which provides that the general rule will not apply to "any rules of substantive or procedural insolvency law relating to the enforcement of rights after the opening of an insolvency proceeding". Whilst the relation back principle is arguably a "procedural insolvency law", it is more difficult to see the principle as "relating to the enforcement of rights". In our view, it is simply a rule (see comments on Art. 7: insolvency).

Article 9: renvoi

European Central Bank: Merger of Article 9 and Article 4 of the draft Convention: As regards the indicated possibility to merge the proposed Article 9 of the draft Convention with Article 4, it is noted that such merger might lead to a further complication of the rule embodied in Article 4. The clarification of the (ancillary) provision contained in Article 9 should not come at the expense of the main rule of Article 4.

Article 10: Public policy / internationally mandatory rules

France: Dans l'hypothèse où les garanties légales en faveur du conservateur afin d'assurer la fluidité du marché ne pourraient être exclues du champ d'application de la Convention, l'article 10(2) devrait permettre à ce que ce type de règles s'applique au titre d'une loi d'application immédiate.

Malaysia: This article reads as follows:

(1) The application of the law determined by this Convention may be refused only if the effects of its application would be manifestly contrary to the public policy of the forum.

(2) Subject to paragraph 3, this Convention does not prevent the application of those provisions of the law of the forum which, irrespective of rules of conflict of laws, must be applied even to international situations.

(3) This Article does not permit application of provisions of the law of the forum imposing requirements with respect to perfection or relating to priorities between competing interests, unless the law of the forum is the law determined by Article 4.

Article 10 stipulates that the provisions of any law determined by the Convention could only be disregarded if such provisions are "manifestly contrary" to public policy. This means that a court would be able to apply its own laws to the extent that these are to be regarded as an expression of fundamental values which are so important that, as a matter of policy, they should be applied even though the issues are otherwise to be governed by the foreign law.[13] Article 10(3) indicates that forum perfection requirements and priority rules between competing perfected interests (not bankruptcy priorities) will not be applied as mandatory rules of the forum. However, we understand that countries that have mandatory rules to this effect and do not wish to change them can make a reservation to this effect.[14] This article is unclear in its application. In the first instance, the definition of what constitutes "the forum" needs to be clarified. In order to have any relevance, it would need to include the State in which one is seeking to apply PRIMA and whose laws may differ to that of PRIMA. This presumably being the case, to make the article more meaningful and effective in its purpose, Article 10(2) should be expanded to provide for *e.g.*, securities legislation and rules, banking and finance legislation and rules, insolvency and intestacy laws – the primary areas of concern. Even with the expansion suggested above, it would appear that Article 10(3) robs it of any real use, by disallowing any application of the "laws of the forum' vis-à-vis perfection or priorities between competing interests unless it reflects the law of PRIMA *i.e.*, "determined by Article 4 or, as the case may be, Article 5".

Spain: We consider that the term priority (employed in Article 10(3)) should be clarified. On the one hand, Article 7 says that the *lex fori concursus* (if other than PRIMA) may determine *the ranking of categories* (in the French version: *au rang des catégories*). On the other hand, Article 10 says that the law of the forum (if other than PRIMA) cannot impose its provision relating to priorities (in the French version: *les dispositions de la loi du for . . . se rapportant au rang entre droit concurrents ne peuvent être appliquées*). What happens if the forum is the State of opening of the insolvency proceedings? According to Article 7 it could apply its laws relating to ranking, but according to Article 10(3) it could not. It may be argued that Article 10(3) only refers to the disposition of "this Article", but this seems a very subtle argument. A clear statement saying that the reference to priorities in Article 10(3) does not apply when the forum State is the State of opening of the insolvency proceedings, would be helpful.

Article 11: Multi-unit State

Argentina: The Government of Argentina supports the following statement in connection with Article 11 made by Germany. On the same lines as the statements above regarding Article 4, paragraph 1, of the Convention, in the interest of legal clarity the following suggestion is made to redraft paragraph 1.

"If the account holder and the relevant intermediary have agreed on the law of a specified territorial unit of a Multi-unit State in the agreement on the place where the securities account is maintained, then Article 4, paragraph 1, shall apply mutatis mutandis."

[13] HM Treasury, Domestic and International Initiatives Concerning Conflict of Law Issues Relating to Securities: Consultation Document, 2001, paragraph 20.

[14] E-mail from Richard Potok to Bank Negara dated 4 March 2002.

The reference to Article 4, paragraph 1, of the Convention leads to the desired legal consequence in a succinct and precise way. The suggestion thus dispenses with the multi-clause criteria in Article 1, paragraph 1(a) and (b), of the Convention. In the notes of the Explanatory Report relating to this provision, statements could perhaps be made on the reference to the legal consequences under Article 4, paragraph 1, of the Convention.

Canada: La délégation canadienne préfère l'Option A. Il nous semble que le texte de cet article devrait être simplifié. Il nous semble aussi que, compte tenu de la longueur et la complexité du texte, une explication très claire et précise devrait être donnée dans le Rapport explicatif. Il est très important que le Canada s'assure que l'unité territoriale sur laquelle se sont entendus le titulaire du compte et l'intermédiaire pertinent ne soit pas nécessairement celle dans laquelle ce dernier a un établissement où il exerce à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de compte de titres. La délégation canadienne est d'avis que cet article doit être rédigé de sorte que les règles de droit international privé internes de tous les états à plusieurs unités s'appliquent lorsque l'application de la règle de rattachement subsidiaire de l'article 5 est amorcée. L'option d'une déclaration devrait être supprimée.

The Canadian delegation prefers Option A. We would suggest that this article should be simplified. We further suggest that given the length and complexity of this article, a very clear and precise explanation is needed in the Explanatory Report. A critical point for Canada is to ensure that the territorial unit agreed upon by the account holder and the relevant intermediary will not necessarily have to be the territorial unit in which the relevant intermediary has an office engaged in a business or regular activity of maintaining securities accounts. The Canadian delegation is of the view that this article needs to ensure that internal choice of law rules of all multi-states apply whenever the fall-back rule in Article 5 is triggered. The option of a declaration should be deleted.

China (Hong Kong Special Administrative Region): If Option A of Article 4 is adopted, we are willing to accept the proposal for Article 11 in Appendix II (Prel. Doc. No 15, page 317) and we will not insist on having Article 11(2) if the majority is not in favour of retaining it. We are not in favour of Article 11 in Appendix I (Prel. Doc. No 15, pages 314-315) which is unnecessarily more complicated than the proposal in Appendix II.

Denmark: See comments on Art 4(1) Options A, A+, B.

Germany: a) paragraph 1: On the same lines as the statements above regarding Article 4, paragraph 1, of the Convention (see above), in the interest of legal clarity the following suggestion is made to redraft paragraph 1. *"If the account holder and the relevant intermediary have agreed on the law of a specified territorial unit of a Multi-unit State in the agreement on the place where the securities account is maintained, then Article 4, paragraph 1, shall apply* mutatis mutandis." The reference to Article 4, paragraph 1, of the Convention leads to the desired legal consequence in a succinct and precise way. The suggestion thus dispenses with the multi-clause criteria in Article 1, paragraph 1(a) and (b), of the Convention. In the notes of the Explanatory Report relating to this provision, statements could perhaps be made on the reference to the legal consequences under Article 4, paragraph 1, of the Convention. See also comments on Article 11(2) to (4), and Article 11(4).

Spain: We would have preferred a different formulation of Article 11. As it stands now, the rule is quite uncommon. Traditionally, the Hague Conventions (and other international Conventions) have followed two main approaches to Multi-unit State problems: (a) Either the Convention stopped at the border, and therefore left the internal conflicts-of-laws problem to be solved by the internal conflict-of-laws rules of each State; (b) or the Convention did not stop at the border, and therefore established a solution for internal conflicts-of-laws problems as well. In this second case, Conventions used to consider each territorial unit as a State and set forth a uniform conflict-of-laws rule for international and for internal conflicts-of-laws problem (that is, the same rule applied to international and to internal conflicts). Article 11 of Preliminary Document No 15 follows a new approach as long as it contains partially different solutions for international and for internal conflicts. At an international level, it requires two elements: the parties' agreement + an office of the intermediary (engaged in a business of maintaining securities account, see Art. 4(1)); at an internal level, one element is enough: the parties' agreement. The Convention does not require that the intermediary has an office in the territorial unit chosen by the parties; it is enough that it has an office anywhere in the State. The final result is that the Convention goes further at the internal level than at the international level. As we have said, that is not common. We can live with it, but we would have preferred a solution according to which those States that wanted to keep free choice of the parties at an internal level, would have to make a declaration saying that (and not the other way around, as it is now). As to the alternative proposal for Article 11 submitted by the Permanent Bureau (changing Multi-unit issues to Article 4, Prel. Doc. No 15, Appendix I, pages 314-315), we consider that it is quite reasonable. It offers a clearer solution, and therefore is preferable to Article 11 as it stands now. (Nevertheless, we do not see how this alternative proposal fits with Option A+).

United States of America: If either Option A+ or Option A is adopted for Article 4(1), a dramatic simplification of the Multi-unit State issue and of the text of Article 11 becomes possible. Adoption of either variant of Option A permits utilization in Article 11 of paragraph (1) exactly as set forth in Preliminary Document No 15, the deletion of paragraphs (2) and (3), and the elimination of any need to provide for a declaration. In that case, the United States delegation proposes the addition of a single sentence to clarify that a reference to the law of a unit of a Multi-unit State includes pre-emptive national law that is applicable within the unit. This is necessary to achieve the necessary legal certainty in some Multi-unit States, such as ours, that the Convention clearly preserves the Federal substantive law that governs the United States Treasury and agency securities market. Capital market participants cannot take the risk that courts will construe those rules as choice of law rules that are eliminated by Article 9 in the absence of a specific reference in the Convention text. Our proposal is as follows.

"Article 11 Determination of the applicable law for Multi-unit States

(1) If the account holder and the relevant intermediary have agreed on the law of a specified territorial unit of a Multi-unit State, then-

(a) the reference to the agreed State in Article 4(1) is to that territorial unit;

(b) the reference to 'that State' in the second sentence of Article 4(1) is to the Multi-unit State itself.

(2) In applying this Convention, the law in force in a unit of a Multi-unit State includes both the law of that unit and, to the extent applicable in that unit, the law of the Multi-unit State itself."

The foregoing assumes that Article 4(1) reads as set forth in Preliminary Document No 16 if Option A+ is adopted. The other paragraphs of Article 11 as set forth in Preliminary Document No 15 create additional complexity that is not required or desired by the United States as a Multi-unit State (see comments on Art. 11(2) to (4)).

European Central Bank: Article 11 of the draft Convention relating to Multi-unit States still contains an element of unpredictability, in particular as regards the consequences of the application of specific local private international law rules, which could create further uncertainty. Moreover, considering what has been said above in respect of the interrelation of the draft Convention and certain Community legal acts (possibly) creating differing results, it is still worthwhile considering whether the rules established by Community legislation could constitute (interregional) conflicts of law rules in the meaning of Article 11 of the draft Convention. This would allow maintaining the high level of *ex ante* certainty and protection from systemic risk achieved *inter alia* by the SFD in respect of European Union systems and central banks. Article 9(2) SFD goes beyond what could be achieved by the draft Convention, by creating immediate *ex ante* certainty without having to look into custody agreements and by precluding systemic risk, which would occur if systems could operate accounts under a multitude of jurisdictions. This would also alleviate the need to change Community law and the respective national implementations.

ISDA: In relation to the Multi-unit State issues, as we have noted in our commentaries on prior preliminary drafts of the proposed Convention, ISDA does not have a single view on how to resolve the issues relating to Multi-unit States. This issue, however, is clearly important to our members, most, if not all, of whom are either based in Multi-unit States or deal from time to time with counterparties who are based in Multi-unit States. Accordingly, ISDA supports any sensible resolution of these issues, provided that it meets the objective of *ex ante* certainty.

Article 11(2) to (4)

Argentina: Argentina supports the German comments to the effect that: In respect of the mechanisms for declarations by Multi-unit States contained in paragraphs 2 to 4, it is once again pointed out that for the person applying the law, these entail, on the one hand, greater time and effort in establishing which law is applicable and, on the other, that they will diminish legal certainty, since it is questionable whether, when drawing up a contract on the holding of securities, the parties affected in the respective case will be able to obtain sufficient information on the current situation regarding declarations of this nature by Multi-unit States relating to the applicability of the partial legal order in question. For this reason it is requested that these mechanisms for declarations be deleted or further restricted.

Canada: The option of a declaration should be deleted.

China: It is acceptable to allow the Contracting States to make the declarations.

Germany: In respect of the mechanisms for declarations by Multi-unit States contained in paragraphs 2 to 4, it is once again pointed out that for the person applying the law, these entail, on the one hand, greater time and effort in establishing which law is applicable and, on the other, that they will diminish legal certainty, since it is questionable whether, when drawing up a contract on the holding of securities, the parties affected in the respective case will be able to obtain sufficient information on the current situation regarding declarations of this nature by Multi-unit States relating to the applicability of the partial legal order in question. For this reason it is requested that these mechanisms for declarations be deleted or further restricted.

United States of America: The material in Article 11(2) and (3) in Preliminary Document No 15, dealing with an agreement that selects the law of a Multi-unit State without selecting a particular unit thereof, is unnecessary in our view. So far as we are aware, that pattern is either non-existent or extremely unlikely, unless its use is made necessary by the Convention itself (as might have been the case under prior versions of Article 4). Intermediaries are professionals; they are extremely unlikely (particularly after the publicity and education that will precede the entry into force of the Convention – and the likely improvement of domestic substantive law triggered by the focus of attention on these issues produced by the Convention) to agree on a law of a Multi-unit State rather than the law of a particular unit of such a State. In the unlikely event that an agreement makes such a selection, the case would be determined under the fall-back rule in Article 5, because the parties will not have made an effective designation under any version of Article 4(1).

Fédération Bancaire de l'Union européenne: Despite the considerable progress achieved in rendering this article clearer, Multi-unit States are still given considerable choice regarding determination of applicable law. Such a wide choice, coupled with the *renvoi* possibility of Article 11(2), is to the detriment of the legal certainty which we understand this draft Convention seeks to promote. Those who apply the law should always be able to determine it by means of the Convention only. For these reasons, we would welcome the deletion of Articles 11(2) and 11(4) and the subsequent realignment of Article 11(1) with Article 4(1).

Article 11(2)

China (Hong Kong Special Administrative Region): See comments on Article 11: "Multi-unit States".

Spain: We are not interested in the declaration foreseen in Article 11(2).

ISDA: We would support the deletion of paragraph (2) of Article 11, which we understand is being considered, as this would further simplify this already somewhat complex provision and ensure a greater uniformity of approach among Member States of the future Convention.

Article 11(4)

Germany: Should the mechanisms for declarations be retained, it is essential that the point in time a declaration is made pursuant to paragraph 4 be specified in greater detail. The date of ratification should be decisive in this context. Furthermore, the current draft also continues to leave the question unresolved of whether a State which makes such a declaration in respect of the applicability of the law of one of its territorial units can revoke this declaration at a later date.

Spain: We would like to insist on one point. For policy

reasons linked to characteristics of Spain, and in particular to our structure as a Multi-unit State, we consider essential to maintain the possibility for any State to make the declaration foreseen in Article 11(4) (of Prel. Doc. No 15).

United States of America: The material in Article 11(4) of Preliminary Document No 15 is not a matter of concern to the United States. Nevertheless, we would support its inclusion were another Multi-unit State to take the position that it wanted to be able to make such a declaration.

Article 14: Amendments

United States of America: In order to make the Convention a living document, we would like to set a low threshold for Contracting States to vote to convene a Special Commission meeting for the consideration of changes to the Convention.

Article 19: Pre-existing rights

European Central Bank: Any provision that could potentially invalidate pre-existing agreements would have severe implications, not the least of a constitutional nature, and might potentially lead to financial instability and systemic risk. Therefore, it is very much welcomed that Article 19 tries to emulate the principle of non-retroactivity. In this connection, it is understood that Article 19 is merely intended to establish that the law applicable under the Convention determines the priority between a disposition made before or after the entry into force of the Convention in a given Contracting State.

Fédération Bancaire de l'Union européenne: We would welcome illustrating the future application of this rule through practical examples in the Explanatory Report.

Article 20: Pre-Convention agreements

Argentina: We give full support to the following statement of the Federal Government of Germany:
"The provision of Article 20 has the aim of applying the provision of Article 4 of the Convention to agreements on the holding of securities already concluded before the Convention enters into force. It is intended that the agreement on the holding of securities is to be treated, in respect of the issues specified in Article 2, paragraph 1, of the Convention, as if they were concluded in the light of the requirements of Article 1, paragraph 1, of the Convention. In principle, such a rule is something we would welcome. However, we would like to point out that clauses on the choice of law contained in agreements on the holding of securities already concluded before the Convention's entry into force usually only apply to the relationship between the parties under the law of obligations, and not to the disposition of securities held, since it has not previously been possible for the parties to determine the applicable law of property in stating the choice of law. The proposed provision therefore runs the risk of being ineffectual, since it is usually not possible to find any indications as to aspects under the law relating to property in respect of the disposition of securities in contracts concluded before entry into force of the Convention, especially in respect of the issues specified in Article 2, paragraph 1. For this reason, a rule of interpretation should be created which makes it possible for clauses about choice of law under the law of obligations which relate to the place where the securities account is maintained to also be understood as the choice of law in respect of the issues specified in Article 2, paragraph 1, by way of legal fiction."

China (Hong Kong Special Administrative Region): It may be sufficient to refer only to an express agreement in Article 20(1)(b). Any reference to an implied agreement will create uncertainties. It is also doubtful whether the formulation in Article 20(2) is still useful given that the place where the securities account is maintained is no longer relevant if Option A of Article 4 is adopted.

Denmark: See comments on Art 4(1) Options A, A+, B.

Germany: The provision of Article 20 has the aim of applying the provision of Article 4 of the Convention to agreements on the holding of securities already concluded before the Convention enters into force. It is intended that the agreement on the holding of securities is to be treated, in respect of the issues specified in Article 2, paragraph 1, of the Convention, as if they were concluded in the light of the requirements of Article 1, paragraph 1, of the Convention. In principle, such a rule is something we would welcome. However, we would like to point out that clauses on the choice of law contained in agreements on the holding of securities already concluded before the Convention's entry into force usually only apply to the relationship between the parties under the law of obligations, and not to the disposition of securities held, since it has not previously been possible for the parties to determine the applicable law of property in stating the choice of law. The proposed provision therefore runs the risk of being ineffectual, since it is usually not possible to find any indications as to aspects under the law relating to property in respect of the disposition of securities in contracts concluded before entry into force of the Convention, especially in respect of the issues specified in Article 2, paragraph 1. For this reason, a rule of interpretation should be created which makes it possible for clauses about choice of law under the law of obligations which relate to the place where the securities account is maintained to also be understood as the choice of law in respect of the issues specified in Article 2, paragraph 1, by way of legal fiction.

Luxembourg: If a contractual freedom approach is finally selected, careful consideration will have to be given to Article 20 especially because, at least in the European Union, a large number of countries have given a broad interpretation to the conflict of laws rule set out in the Finality Directive and intermediaries may have relied upon such laws.

Malaysia: In our view, Option A of Article 20 would be the preferred option as the determining factor is centered on the law applicable to the issues specified in Article 2(1) rather than the agreement on where the securities account is maintained. As it is more likely that any consensus of the contracting parties or lack thereof, would be related to the former.

Portugal: With relation to the time issue, it seems necessary to clarify whether the extension of the application of the law that governs the account to the matters dealt with in this Convention, also applies to account agreements concluded before the entry into force of the Convention. In such a case, it would become necessary to determine whether Article 20 would still be needed.

European Central Bank: Although Article 20 is unlikely

to have significant impact in practice (at least in its current wording, since it does not reflect market practice), it could be problematic insofar as few parties to an existing contract might have considered to determine by virtue of governing law clauses the proprietary aspects which currently are determined by the *lex rei sitae* rule without any interference of the parties. *Ex ante* legal certainty would not even be created in the relationship between intermediary and account holder. It is noted that the legal systems of many countries do not have an interpretation rule, which would allow such interpretation of pre-existing contracts. On the contrary, those national laws which at present do not allow parties to contractually choose the applicable law to proprietary rights, might make it impossible to interpret an agreement in a way that proprietary questions are to be governed by the law of the State governing the contract. This could lead to unpredictable results and it could also lead to a "Convention of two speeds" by basing the applicability of the Convention on the existence of certain national legislation. Finally, it is noted that Article 20 is worded in a rather complicated manner.

Fédération Bancaire de l'Union européenne: Renegotiation of all existing custody agreements practically impossible: Should Article 20 remain as it now stands, the banking sector faces the risk of massive renegotiations of pre-existing agreements, contrary to the interests of all parties. Option A of Article 20 takes for granted that in the absence of an express agreement regarding applicable law in the sense of Article 2(1), there is a provision in the initial agreement stipulating that the securities account is maintained in a particular State. By the same token, Option B takes for granted that in the absence of a provision in the initial agreement stipulating that the securities account is maintained in a particular State, there is an express agreement regarding applicable law in the sense of Article 2(1). Such presumptions have little to do with everyday practice, however; practically, both provisions are rare and unusual. Given the detrimental impact of extensive renegotiations of agreements, we would favour the adoption of a particularly broad rule, pursuant to which commonly used choice of law clauses for issues other than these contained in Article 2(1) shall be presumed as valid in the sense of Article 2(1) as well, if there is no indication to the contrary – express or implied – to be derived from the circumstances surrounding the conclusion of the agreement.

Clarification of issues and terms in the Explanatory Report

Fédération Bancaire de l'Union européenne: *Overall value of the Explanatory Report clarified*: Preliminarily, we wish to stress the need for clarifying the overall value of the Explanatory Report compared to that of the Convention text; if the former are of major importance, we would indeed appreciate an early opportunity to comment on them.
The need for examples illustrating the functioning of the Convention: We consider of utmost importance the insertion of concrete examples highlighting the results of the application of the Convention, especially in cases of transfer of ownership with a series of separate dispositions, conflict of rights and termination of disponer's rights. See comments on Article 1(1): "securities" definition in general; Article 1(4); Article 1(5); and Article 19.

Diplomatic Session: procedure

United States of America: With respect to procedure, we believe that the nature of the process governing deliberations going forward is a key ingredient to successfully and timely reaching consensus on the outstanding issues. It is critical to the successful conclusion to the Diplomatic Session that the informal process followed at the Special Commission be followed at the Diplomatic Session, that overly formalistic requirements for proposing amendments to the text at the Diplomatic Session be avoided, and that full participation by all interested parties be invited.

Other comments relating to specific national laws

Australia: *Australia's Charges Provisions*: We have considered the implications of the draft Hague Convention for the operation of Australia's charges provisions, which are contained in Chapter 2K of the Corporations Act 2001. It appears desirable to clarify the relationship between Chapter 2K to ensure that the Convention determines the applicable law in relation to securities held with an intermediary. One approach would be for Australia to amend its charges provisions to recognise the operation of the Convention. On this basis, we do not propose seeking a reservation to the Convention in relation to Chapter 2K.
Australia's Taxation Legislation: A related issue is the possible taxation implications of implementing the Hague Convention in Australia. In particular, we have considered whether Article 4 could affect the operation of relevant provisions of Australian taxation legislation that may relate to the location of an intermediary's business operations. In our view, adoption of the Hague Convention would be unlikely to have any implications for the operation of Australia's tax treaties or capital gains tax provisions. On this basis, we do not propose seeking a reservation to the Convention in relation to Australian taxation legislation.

COMMENTAIRES DE PARTIES AYANT UN INTÉRÊT PARTICULIER DANS LE PROJET MAIS N'AYANT PAS LA QUALITÉ D'OBSERVATEUR (excluant les commentaires soumis par des experts se prononçant à titre personnel)

COMMENTS OF INTERESTED PARTIES NOT QUALIFYING AS OBSERVERS (excluding comments submitted by experts in their personal capacity)

General comments

Bundesverband deutscher Banken: Thank you for the opportunity to comment on the new preliminary draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary (Preliminary Documents No 15 and 16). The German private banking industry continues to believe it would be extremely helpful to have a private international law Convention which made it easier to determine the law applicable to dispositions of securities with a cross-border dimension. The aim should be to facilitate practical aspects of work in this area. This requires straightforward and clear rules. Although the most recent drafts show certain improvements in this respect, we feel there are still several points in need of further clarification and simplification. Specifically, we should like to suggest the following:

The principle of the Place of the Relevant Intermediary Approach (PRIMA): The concept of PRIMA is that the law applicable to a disposition of securities is, at each stage in the chain of intermediaries, determined by the relevant intermediary of the respective securities account holder. This cannot be clearly inferred from the text of the Convention alone. It would be desirable, therefore, to illustrate the way the Convention is intended to function with examples, including an outline of the consequences, in the Explanatory Report. This is particularly important if, for example, a transfer of ownership is effected not through a series of separate dispositions on the part of the intermediaries involved, but through a single disposition, realised by the mere conversion of the respective intermediary's intent to hold the indirect possession of the securities (or in the case of the central securities depository the direct possession) for a different customer (*i.e.*, another intermediary or investor). There is also a need to discuss the issue of conflicting rights and the possible solution. We should like to point out that these can also lead to legal disputes in cases other than insolvency. At the regional discussion workshop in Frankfurt am Main on 8 July 2002 it was explained that, in order to at least prevent a conflict between the acquisition of rights by the *disponee* and the invalid surrender of rights by the *disponer*, PRIMA should now be understood to mean that with the effective acquisition of rights by the *disponee*, the rights of the *disponer* are terminated. There is also a need to discuss how such a rule fits into PRIMA. The question also arises in this context as to the exact meaning of "*credited to a securities account*", as used in expressions such as "*. . . account . . . to which securities are credited . . .*", "*. . . credit of securities to a securities account . . .*" (Art. 1(1)), "*securities (which are) credited to securities accounts*" (Art. 1(3) *b*) and (4)), "*. . . credit of securities to a securities account . . .*" (Art. 2(1) *a*). Does the term "*credited to*" etc. refer in each case only to the crediting of securities to an account, or also to the debiting of securities from an account? We would also appreciate clarification of the legal significance of the Explanatory Report compared to that of the Convention text. Since these notes will be of major importance for the utilisation of the Convention in practice and, moreover, be the primary source for any questions in respect of its interpretation, we would be grateful for an early opportunity to comment on these text too. We hope that the planned Convention will succeed in making it easier to determine the law applicable to dispositions of securities with a cross-border dimension. We therefore warmly welcome the repeated opportunities accorded to market practitioners to comment on the drafting of the Convention text.

Fédération bancaire française: Le projet de Convention proposé par la Conférence de La Haye est salué par l'ensemble des professions financières françaises : en sécurisant l'environnement juridique, cette Convention permettra, une fois adoptée, de développer l'utilisation transfrontalière des garanties sur titres et, par là-même, de renforcer les marchés financiers internationaux. La FBF constate avec satisfaction qu'après deux années de discussions et de négociations internationales, le processus d'élaboration de ce texte est en voie de finalisation : la Session diplomatique se tiendra du 2 au 12 décembre prochain. Un point reste toutefois à régler d'ici-là : celui des critères permettant aux parties de déterminer la loi applicable à la garantie sur titres.

Article 1(1): "securities"

Bundesverband deutscher Banken: The definition of "*securities*" has frequently been a matter for discussion. Introducing the terms "*other financial instruments or assets (other than cash)*" has made it very broad. Such a definition could also cover contractual rights. In view of the situation as it actually exists on international markets, such an approach might make good sense, since it would enable the same connecting factor to be used by market practitioners for those instruments, even if different legal constructions exist in individual Member States. With a relatively broad definition, however, it is particularly important to spell out what is meant in concrete terms. This applies all the more given that – as was indicated at the regional workshop in Frankfurt – the planned Convention is intended to take precedence as *lex specialis* over the provisions of Article 12 of the Treaty of Rome on contractual obligations. To specify what is meant by the term "*securities*", a definition could be used based on that in the EU Directive on financial collateral arrangements (2002/47/EC). It should be borne in mind in this connection that the Member States of the European Union are bound by European legislation. Possible wording might be: "*Securities means shares and bonds or other financial instruments or assets if they are negotiable on the capital market or which are normally dealt in, or any interest therein;*"

It is important, in our view, that the instruments mentioned should standardly be negotiable financial instruments. Furthermore "*financial assets*" needs to be defined in more concrete terms, at least in the Explanatory Report.

Article 1(1): "disposition"

Fédération bancaire française: Par ailleurs et sous réserve que cette proposition soit compatible avec la notion de transfert de propriété à titre de garantie dans les droits des autres Etats, les banques françaises souhaitent que la por-

tée de la Convention soit limitée aux constitutions de sûretés avec ou sans dépossession et aux transferts de propriété à titre de garantie. En effet, le maintien de l'expression « pur et simple » dans cette définition aurait pour conséquence d'englober dans le périmètre de la Convention tous les transferts de propriété de titres (suite, notamment, à leur cession de gré à gré ou à leur négociation sur un marché). La notion de « transfert » définie à l'article 1(1) ne devrait donc pas viser le transfert de propriété pur et simple des titres.

Article 1(1): suggested additional definitions

Fédération bancaire française: The following additional definition should be inserted in Article 1(1):

"office" means the head office and / or any branch office of the intermediary, and, as a matter of clarification, this term shall not include a separate legal entity such as a subsidiary or an affiliate of the intermediary;

Explanatory Report: It has become apparent during recent discussions that the term "office" may be understood in a different way. As this term is of fundamental importance for the operation of the Convention, there is a need for a definition being inserted. This may be illustrated by an example: If the parties involved in a securities transaction (*i.e.*, the intermediary, the account holder, the collateral taker, and the issuer of the securities) are located each in a different jurisdiction, it would run contrary to the objectives of the Convention if the parties were forced to inquire how the term "office" will be interpreted in the various jurisdictions. The need for a definition is all the more urgent as it may take years until the interpretation of the Convention will be cleared by the national courts.

Article 1(2)(b)

Bundesverband deutscher Banken: The wording "*arising in relation to the securities account*", which was included in Preliminary Document No 10, should be reinstated after "*intermediary*" at the end of this paragraph. We refer in this context to our letter of 6 March 2002. In our view, the term "*lien*" should be defined in more detail. In particular, only those liens arising directly from the custodial relationship should be covered.

Article 1(4)

Bundesverband deutscher Banken: We welcome the fact that Article 1(4) now explicitly makes clear that central securities depositories are also regarded as intermediaries within the meaning of the Convention. However, we would appreciate it if the Explanatory Report could clarify what circumstances are meant by the final phrase "*or which are otherwise transferable by book entry across securities accounts which it maintains*".

Article 1(5)

Bundesverband deutscher Banken: At the regional discussion workshop in Frankfurt, it was explained that Article 1(5) was created for situations such as that existing at the CREST system. With CREST, there is the problem that while it is not to be regarded as an intermediary for the purposes of the Convention where some securities are concerned, it certainly is to be considered an intermediary in relation to other securities. The wording of Article 1(5), however, assumes that a Contracting State only has the option of issuing a declaration for the custody system as a whole or of not issuing a declaration at all. If the intention is really to enable a custodian to be regarded partly as an intermediary and partly not as an intermediary for the purposes of the Convention, the wording must spell this out more precisely. It should also be made possible to differentiate unequivocally in a declaration by a Member State between the activities of a custodial system which are covered by the scope of the Convention and those which are not the activities of an intermediary within the meaning of the Convention. If the Contracting State's declaration is insufficient or ambiguous, the relevant custodian should be regarded as an intermediary for the purposes of the Convention. We also believe there is a need – at least in the Explanatory Report – to clarify the interrelationship between Article 1(3) and 1 (5) and describe how they are intended to function. In addition, it might be helpful to provide examples of the activities of a "transfer agent", since not all jurisdictions are familiar with such a person. Finally, we would like to point out once again that creating exemptions from the definition of "intermediary" ultimately runs counter to the objective of the Convention – namely to make it easier to determine the applicable law – and that such exemptions should therefore be kept to an absolute minimum, if not completely deleted.

Article 2(1)

Fédération bancaire française: Afin de permettre aux banques françaises de se rallier rapidement au consensus international en faveur de l'option A+, la FBF propose au Bureau Permanent de la Conférence de La Haye de mieux prendre en compte les intérêts du métier de la conservation de titres. Cela passerait par une modification de l'article 2 du projet de Convention (voir annexe 1) afin qu'y soit expressément affirmé le principe selon lequel la Convention ne peut pas avoir pour conséquence de remettre en cause les droits que les teneurs de compte-conservateurs tiennent de leurs législations nationales. Cette modification de l'article 2(1) du projet de Convention utilisant le terme « office », la définition de cette notion est ajoutée à l'article 1(1) (voir les commentaires relatifs à l'article 1(1) « *suggested additional definitions* »).

Annex 1:

The following clause is proposed to be inserted as a second sentence in Article 2(1):

Notwithstanding anything stated in the preceding sentence or in any other provision of this Convention, Article 1(2)(b) shall not operate to the effect that the relevant intermediary will lose the protection provided by the law (including the rules of law regarding priority of interests) of the State in which the office is located through which the relevant intermediary acts for the purposes of the account agreement.

Explanatory Report:

In our understanding, the Article 1(2)(b) is not intended to deprive the custodians of the legal protection which is provided to them by their home jurisdiction. Several custodians have voiced serious concerns in that regard. Therefore, a clarification as proposed above which may help to mitigate the concerns of some participants regarding Option A+.

Article 2(1)(a)

Bundesverband deutscher Banken: Under Article 2(1)(a), the legal nature of the credit of securities to the securities account is determined by the applicable law. We would appreciate clarification in the Explanatory Report of whether "*property rights*" refer to rights *in rem* and therefore include liens, for example.

Article 2(1)(f)

Bundesverband deutscher Banken: It would also be helpful to clarify what circumstances are meant by the "*realisation of an interest*" in Article 2(1)(f). We assume this refers to the realisation of rights from the acquisition or disposal of securities and, in addition, to the realisation of collateral.

Article 4(1): Options A, A+, B

BNP Paribas and BNP Paribas Securities: We have pleasure in submitting the observations of BNP Paribas and BNP Paribas Securities Services on Options A and B in Article 4 of the draft Convention and thank you for the opportunity to do so. We understand that the goal is to determine a criterion by which it is possible to identify clearly the law that governs the proprietary aspects of securities that are held by an intermediary and used as collateral. This determination will benefit the whole financial community by removing the uncertainty on cross border collateral arrangements. The draft we will refer to herein is Preliminary Document No 16 of September 2002. We understand that the final text of the Convention will be examined at a Diplomatic Session to be held from 2 to 13 December 2002, with the signing of the definitive Convention scheduled to take place on December 14, 2002. BNP Paribas and BP2S welcome the initiative of the Hague Conference and share the view that the determination of the law applicable to rights in respect of securities held with an intermediary is key in providing safety in international transactions by establishing legal certainty. However we feel that the work of the Convention has focused so far on the needs and requirements of international capital markets players (more specifically investment banks), and that the concerns of other parties involved in market transactions such as BP2S have not been taken into account. We would therefore like to take the opportunity of this current round of consultation to explain the difficulties which the adoption of Option A entails for custodians / clearers and to explain why Option B is to our mind "the lesser of two evils". At this stage, we believe that the main outstanding issue still to be resolved is the scope of Article 4. Since, BNP Paribas Securities Services runs a business with specific concerns on the question of the determination of the law applicable to rights on securities, we thought it would be useful to start with a very brief overview of its activities and its place in the BNP Paribas Group.

BNP Paribas Securities Services and its business: By way of a very brief description of BNP Paribas Securities Services (BP2S) and its business, it is a wholly-owned subsidiary of BNP Paribas, a major international banking group and a market leader in Europe. BNP Paribas has been at the forefront of clearing and custody in Europe for over 20 years. In order to support the development of this business, BP2S was established in May 2001 by BNP Paribas. BP2S is known as a custodian bank but encompasses all the roles of a transaction bank, dedicated to serving financial intermediaries, institutional investors and corporate issuers. Custodian banks are either specialised banks, dedicated to securities services, or divisions of large banks. They are members of the clearing and settlement infrastructures of the countries in which they provide services and process client transactions. BP2S has established branches in 12 European countries (Belgium, France, Germany, Greece, Ireland, Italy, Luxembourg, the Netherlands, Portugal, Spain, Switzerland and the United Kingdom). As a transaction bank dedicated to financial institutions as well as corporates, BP2S services international broker-dealers, global custodians, asset managers and issuers. The services include clearing and custody, settlement (national and cross-border), back-office outsourcing, fund administration and asset servicing. About 50 institutions in Europe run this activity; with a few players present in several countries. BP2S employs 4,000 professional staff members in Europe. With assets under custody of 2 trillion Euros, BP2S cleared and settled 22.4 million transactions in 2001. BP2S acts in two capacities: account keeper (*teneur de compte*) and custodian (Relevant Intermediary), as well as creditor of its own customers. The role of BP2S is to provide cash and securities liquidity to its customers in the settlement process, by lending cash or securities, such loans being secured by other securities, both held in stock or to be received pursuant to the settlement of a transaction ("collateral on flow").

The objectives of the BNP Paribas Group: As a leading European player with large operations as both investment banker and custodian / clearer, the BNP Paribas Group is keen to find a solution, which satisfies both sectors of activity. The requirement of the investment banking side is primarily to find a solution, ultimately any solution, as long as (i) a single law applies to the collateral we take over securities as part of our market operations and (ii) the choice of that law is as simple as possible. In this respect we have the same approach as ISDA and other similar international organisations. On the other hand, the main considerations for our custody and clearing activity are (i) to keep to the existing notion that the law applicable to the relationship between a custodian and its customer is the law of the country where the securities account is located and (ii) to safeguard the existing protections granted by local law to the custodian in the performance of its duties in the event of a default by a customer. In our view, these two objectives can be combined. Our aim is to find a solution which is satisfactory from a practical / business point of view rather than favouring particular legal aspects.

1. The issue: According to the vision adopted by the Convention, the issue has a simple legal answer from a theoretical point of view: a right against an intermediary in relation to securities is a personal right and the law applicable to it is the *lex contractus*. Option A is simply based on the law selected by the relevant intermediary and the account holder, whereas Option B requires this choice of law to designate the place of the maintenance of the account. We think that it is necessary, from a practical point of view (reflecting the realities of the market environment in which the parties operate, and taking into consideration operational safety), to regulate to some extent the choice the parties can make as to applicable law. Option B does just that: it does not depart from the *lex contractus* principle (the parties are free to chose the place where the account will be maintained), but simply provides a set of objective criteria to establish a framework within which the parties can make such a decision. Our experience shows that the most convenient place to maintain an account is the country where the intermediary is located. Our concern relates to the effect of the Convention on the existing rights of custodian / clearers as members

of securities settlement systems (SSS) and in their relations with their customers. BP2S acts as both custodian and creditor *vis-à-vis* its customers and its contractual relationships are as follows: a custody agreement with its customer, a collateral agreement (which may be included in the custody agreement) with such customer and an agreement (which is not negotiable: *Convention d'adhésion*) with the SSS. The current practice is that all these agreements are governed by the same law. We wonder about the difficulties which may arise if one of these elements (in practice the collateral / custody agreement) were governed by a law which is different from the law of the SSS. The danger is that the guarantees (contractual or statutory) granted to BP2S as custodian / clearer and as participant in a SSS may be questioned by a liquidator, in the event of the bankruptcy of a customer of BP2S of which BP2S is a creditor pursuant to the collateral agreement. Clearing and settling transactions for customers involves significant risks for the custodian / clearer. Due to the way markets, clearing houses and SSS operate, and the trading patterns of customers, especially broker / dealers (back to back transactions), the custodian / clearer takes a credit risk exposure on its customers. In view of this, and to avoid or minimise systemic risk, a number of jurisdictions have put in place specific legislation to protect custodian / clearers. In practice systemic risk resides in the fact that the custodian / clearer will not be able to appropriate the cash or securities received as collateral whereas it will have to pay cash or deliver securities to the SSS (irrevocable commitment) which, given the size and amount of transactions, could trigger a default of the custodian / clearer and the defaults of other participants down the chain. Central banks and the Bank of International Settlement have made extensive studies over the years on systemic risk and are very sensitive to this issue. Systemic risk can be illustrated by the following example:

Customer A (incorporated in England) has an account with BP2S in Paris. Following a transaction on the market, the customer must pay for securities bought and BP2S is expecting the delivery of the securities. The amount necessary to settle such transaction is provided through a cash credit facility (committed or not) granted by BP2S to the customer. This facility is secured by a collateral on flow (as defined above). Given the SSS rule on irrevocability of settlement of transactions, BP2S is irrevocably committed in its own name towards the market to pay for the securities to be received for the account of its customer. In the absence of specific legal or statutory provisions, if A defaults (in particular due to insolvency or equivalent procedure), then BP2S may be under an obligation to deliver the securities received to A (pursuant to a claim by its liquidator or administrator) but by definition will be unable to recover the amount advanced for the purchase of those securities and thus will have to claim as an unsecured creditor for the purchase price. To avoid this risk, some jurisdictions have put in place specific legislation or practices to protect custodian / clearers. Some examples are given below.

2. Risks associated with the role of custodian / clearer and their treatment:
A. Conflict between the law chosen by the parties and the protection granted by local legislation to the custodian / clearer

France: Article 431–3 of the *Code Monétaire et Financier* provides that, when a custodian / clearer settles a delivery-versus-payment transaction on financial instruments (which is the usual situation in the clearing and settlement functions performed by a custodian / clearer) by substituting itself to its defaulting customer, it acquires full ownership of the cash or financial instruments received from the counterparty. Creditors of the defaulting party are not entitled to make any claim on such financial instruments or cash. This article enables the custodian / clearer to benefit from an efficient guarantee which protects it in the event of a default of the seller of securities (failure to deliver) or of the buyer (failure to pay) by transferring to the custodian / clearer the ownership of the cash or securities which it has had to pay or deliver in lieu of its defaulting customer. The reason for providing this guarantee to custodian / clearers is the way in which the French SSS operates, and the law applicable to this guarantee can only be the law of the SSS, rather than the law chosen by the custodian / clearer and its customer.
Italy: In Italy, the custodian / clearer is protected against a credit risk on its customer through various laws related to deposit and mandate (mainly Articles 2761 and 1721 of the Italian civil code): these provisions create rights in favour of the custodian / clearer over the securities to be received by the customer (retention right / pre-deduction right). Under Option A of the Convention, the rights of the custodian / clearer over the securities would be subject not to the law of the place of the securities account but to the law chosen by the parties. As is the case for France, if the law applicable to the relationship between the custodian / clearer and its customer were the law chosen pursuant to Option A and that law were not Italian law, the benefit of Italian protective legislation may be lost, a higher risk ratio applied by the custodian / clearer, and consequently a lesser credit line would be allocated to a given customer, henceforth lowering the amount of credit which BP2S would be prepared to give to "oil the wheels" of customers' trading.
Spain: As in most other countries Spanish law gives to custodian / clearers a right of retention. It also provides for a right of set-off. Consequently, a custodian / clearer, as is the case for France and Italy, is entitled to be reimbursed for prepayments, expenses and commissions before it releases securities to a customer, and it has the status of preferred creditor. This legal analysis is taken into account when determining a customer's credit lines.
Germany: When a customer enters into a contractual relationship with a German bank, including for the provision of custody and settlement services, such contractual relationship is governed, in addition to any specific agreement the customer and the bank may enter into, by General Business Conditions (GBCs). Those GBCs include, *inter alia*, an extensive lien in favour of the bank, covering all securities and chattels which come into the possession of the bank, as well as on credit balances. The lien secures all present, future and contingent claims of the bank against the customer arising from the banking relationship. The GBCs are a market standard, used by all German banks; they therefore have the force of a legal norm and as such are binding on customers. The legal force of those GBCs depends on all German banks using them in the same terms. If the contractual relationship between a bank custodian / clearer is also regulated by a specific agreement (as is always the case for BP2S) governed by, say, English law, there will be a major discrepancy between the GBCs and such specific agreement and therefore legal uncertainty, Very probably there will be also pressure from the customer to have its contractual relationship with the bank governed by a single law, English in this instance; the benefit of the lien will be lost and the GBCs, which largely depend for their enforceability on universal use, will be weakened.

As mentioned above, BP2S applies ratios in its risk management process in order to calculate and manage its exposure on customers and the credit lines allowed. A major element in the calculation of those ratios is the risk associated with recovery of assets in the event of a customer default, which depends on the legal environment in which the custodian / clearer operates. Different risk ratios are

applied to different jurisdictions but, for a given country, the same ratio is applied across the board to all customers, since the relationship between the custodian / clearer and its customers is in fact always governed by the law of that country; the risk management systems of the custodian / clearer are built on that basis. If the law applicable to the relationship between the custodian / clearer and its customers is determined pursuant to Option A, it is likely that this uniformity would be lost, certain customers being able through commercial pressure, to impose a different law on the custodian / clearer, in all probability the law of the country in which such customer operates. In that event, the custodian / clearer will have to apply different risk ratios to different customers and its risk management process will become unmanageable. BP2S, and custodian / clearers generally, have a major role to play in smoothing out the operation of securities markets through the settlement process. In particular, experience shows that custodian / clearers are often used by financial institutions involved in securities trading as "lenders of last resort". In this important role, custodian / clearers need the comfort of their national laws to perform this function to the fullest extent. BP2S is keen to play its part in facilitating a smooth running of local markets by maximising the credit facilities it is prepared to give to customers while maintaining a prudent risk approach and consequently needs a legal framework which allows it to do so. In this respect Option B is the only pre-determined option which allows it to play this role by giving it the assurance it needs about the non-propagation of systemic risk. Given the volume of transactions of the major financial institutions involved in securities trading and the amounts at stake, it is critical that certainty is maintained as to the benefit of those protections.

B. Conflicts between the law chosen by the parties and the law of the local securities settlement system

Custodian / clearers are bound by the rules of local SSS of which they are by nature a participant. It is a pre-requisite for a safe operation of the system and the protection of custodian / clearers that there is a mirror between the custodian / clearer / SSS relationship and the custodian / clearer / customer relationship. For example in Italy, a system of "self collateralisation" is currently being explored and developed, whereby the custodian / clearer would obtain credit lines from the Italian central bank against the posting of collateral, the aim being to facilitate the settlement of transactions. Where the credit line is needed for the transactions of a customer of the custodian / clearer, the latter must be able to use the customer's securities as collateral. This may imply that an "irregular pledge" under Italian law, with full transfer of ownership to the custodian / clearer, must be put in place. The efficiency and certainty of this mechanism is dependent upon the fact that the legal framework for the security interest created by the custodian / clearer in favour of the central bank is the same as the one governing the security interest created by the customer in favour of the custodian / clearer, *i.e.*, both must be governed by Italian law. There is a similar system in France: the French central bank has put in place a system whereby it enters into intraday and overnight repurchase transactions with participants in the SSS, pursuant to which custodian / clearers deposit collateral with the central bank, which in return provides liquidity for the custodian / clearers, to inject into the SSS. As is the case for Italy, the custodian / clearer must be able to deposit customer securities as collateral. To this effect a legal mechanism exists which enables custodian / clearers to collateralise securities flows: article 431–2 of the *Code Monétaire et Financier* provides that in the case of a transfer on regulated market of financial instruments registered on the books of an issuer or an authorised financial intermediary (BP2S), transfer of ownership occurs when such financial instruments are registered in the account of the buyer, on the date and in accordance with the conditions defined by applicable market rules. Therefore, until the securities are registered in the account of a customer following a purchase (and upon payment by the customer), ownership remains with the custodian / clearer, who can use them as collateral. This mechanism ensures that the custodian / clearer will be able to settle transactions for customers without running undue risks and that the trading of customers will be facilitated. The benefit of Article 431–2 may be lost if the relationship between the custodian / clearer and its customer is not governed by French law.

C. Conflict between the law chosen by the parties and the law of the clearing house

BP2S, and other custodian / clearers are also members of local clearing houses. Clearing houses play a major role in the reduction of counterparty risk and systemic risk, notably by having in place a margin deposit system designed to cover the positions of its members, whether held for their own account or for the account of customers. Margin can be provided in the form of cash or securities. To provide safety for this process, the deposits have to be secured in favour of the clearing house to ensure that, if a clearer defaults, the recourse of the clearing house to the margin deposits cannot be questioned. To this end, there are provisions in a number of jurisdictions which specify that such deposits are transferred with full ownership to, or pledged in favour of, the clearing house as soon as they are constituted, to be applied to the payment of a debit position occurring upon the compulsory liquidation of positions. This is mirrored by an identical provision for the margin deposits made by customers with their clearer, whether contractually or by law, depending on the country. For example, in the Euronext zone (for which Clearnet acts as clearing house) margin deposits made by customers are transferred with full ownership to the custodian / clearer (article 442–6 of the French *Code Monétaire et Financier*). In England, the London Clearing House takes a legal charge on the deposits made by their members and in turn custodian / clearers take a charge on customer assets deposited as margin. Providing an identical protection in each link of the clearing chain ensure that in a default situation positions can be liquidated without a loss falling on one of the players. If the relationship between the clearer and its customer is not governed by the law of the clearing house (in particular as regards the legal status of margin deposits), a situation could arise, as with collateralisation in favour of SSS, whereby the securities deposited by the clearer with the clearing house as margin are appropriated by the clearing house in a default situation due to the customer, whereas the clearer has to return to the defaulting customer the securities deposited by such customer, under the law applicable to the contractual relationship existing between them.

3. Other issues: Corporate actions

As a custodian / clearer, BP2S has a duty to handle corporate actions in relation to the securities deposited by its customers. Those securities are usually local securities, *i.e.*, issued by issuers of the country in which BP2S provides custody and clearing services and traded in the local market. The law applicable to corporate actions is the *lex societatis*, which in this instance will be the same as the *lex rei sitae* and the law of the country in which the securities account is located. If the custodian / clearer and its customer chose a different law under Option A, this will give rise to a conflict of law issue. As an example, Greek law does not recognise the notion of intermediated securities, in the sense that, under Greek law, only the first level

at the central securities depository is taken into account. Thus, if a customer is a shareholder of, say, Alpha Bank, it must be registered at the CSD level through a bank or financial institution which is a member of the CSD. Conversely, if a customer wishes to hold its Greek securities through a trust in, say, Jersey, which is a customer of a subsidiary of BNP Paribas, which itself has an account with the Greek CSD, the customer will not be able to benefit from corporate actions since Greek law does not recognise him as a shareholder. While it is true that the Convention excludes corporate actions from its scope, it remains that the principles governing the Convention may force a number of states to substantially amend their legal framework to avoid a risk of conflict, failing which they will face the classic situation of a conflict between an international private law rule and a substantive law rule.

4. Discrepancies with the legislation of the European Union

In addition to creating difficulties for custodians, as explained above, Option A entails a level of incoherence, as it is not in line with European Union legislation and the way it has been implemented by Member States. Option B is in line with the solution followed by the European legislation: Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems (article 9) which has been implemented in all Member States. The Directive favours the *lex rei sitae* approach. In Spain, the Directive was implemented by Law 41/1999, of November 12 1999 on payment and securities settlement systems. According to Law 41/1999, the applicable law is Spanish Law in the case of a pledge or security interest registered in a Spanish settlement system, and the law applicable to a pledge or security interest created and registered in the settlement system of another Member State is the law of that Member State. Italy has adopted the same approach: Italian law provides (Art. 9 of Law-decree 210/2001) that the law governing security interests on securities is the law of the place of the account opened in favour of the final holder of the securities. The situation is the same in France: under article 330–2 of the *Code Monétaire et Financier*, where securities are registered as collateral with a CSD or a securities settlement system in the European Economic Area, the law governing the rights of the beneficiary of the collateral is the law of the country where the securities are registered. Further, in the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on financial collateral arrangements published in 2002 (O.J. C180), Article 10 states: "Any question with respect to any of the matters specified in paragraph 3 arising in relation to the application of a financial collateral arrangement to any book entry securities collateral or cash collateral shall be governed by the law of the country or, where appropriate, the law of the part of the country in which the relevant account is maintained (. . .)".

Option B seems to us to be more in line with this proposal, due to the fact that it refers specifically to the relevant account. Therefore Option A of the Convention, by introducing yet another criterion as to applicable law, detracts from the harmonisation and consistency which ought to be the aim of international private law in Europe.

4. The illusory safety of Option A

Option B has been criticised since the beginning, the argument given being that there is a risk of requalification as to the location of the securities account (by a judge for instance) and consequently of the applicable law determined in accordance with that option, and that therefore Option B is less certain than Option A. In our view the risk of requalification is rather theoretical as, in practice, the effective location of an account is easily determined (see conclusion). We are waiting for the participants to the Convention to provide practical examples illustrating this risk. Our experience as international custodian / clearer shows that the question of the location of the account between the custodian / clearer and its customers is never subject to discussion. As mentioned above, the parties are more than likely to choose the place where the account keeper *i.e.*, the custodian / clearer is located.

Conclusion

To go beyond the debate on the relative merits of each option, we think that even Option B is not entirely satisfactory as it is only the framing of the *lex contractus* by objective criteria and therefore the lesser of two evils. In our view, rather than PRIMA, the approach should be the Place of the Relevant Account Approach (PRACA). The major element which seems to have been forgotten in the debate is the account where the securities are registered. We are told that it is not possible to find a satisfactory criterion to determine the location of the account, but we do not find this argument convincing. The question of the location of cash accounts has never given rise to a debate, and we do not understand why, when in fact cash and securities accounts are both by nature intangible, the answer is not the same for both. Just like banks have to account for customer cash deposits under specific accounting rules, custodian / clearers have to register customer securities under specific accounting rules. Also, custody and clearing activities are subject to approval by the regulators. It seems to us that further studies of these two criteria would permit the determination of the location of a securities account. We hope that answers to the questions raised in this letter can be found. From our point of view, and given the problems we have explained in this letter, Option B is a more satisfactory solution than Option A, although we think there is room for improvement in the way it is drafted.

Bundesverband deutscher Banken: As to Preliminary Document No 15, we have no clear preference for Option A or Option B at present, since it may be assumed both options will lead to the same result. Option A may tend to prove more practicable. This option would certainly be preferable if it led to a simplification of Article 11 and, in particular, to the deletion of Article 11(2). Furthermore, the Explanatory Report should clarify that the word "office" refers only to offices or branches of the relevant intermediary's company, not to the offices of subsidiary or affiliated companies. As far as Option A+ in Preliminary Document No 16 is concerned, we should like to point out that it might, in principle, simplify practical implementation if a general choice-of-law clause also applied to the issues in Article 2(1). The parties should still have the possibility of concluding a special agreement covering property law aspects, however. On the condition that such a solution would make it possible to dispense with a rule allowing Multi-unit States to declare their internal conflict of laws rules applicable and assuming the corresponding amendments are made to the text of the Convention, we have a certain preference for Option A+. As Preliminary Document No 16 indicates, the Convention must not be allowed to result in an "*à la carte*" approach. As regards the wording of Option A+, we suggest retaining the existing phrase ". . . *the law of the State* . . .". If the concept is to be incorporated into the Convention that the "law of the State" is to be the law in force in the state in question (regardless of whether it has been enacted by the state's own or by a higher legislator), then a general definition of the term to this effect is required (*i.e.*, a definition applicable to the whole Convention). We feel it would also be useful to

replace "*all the issues in Article 2(1)*" with the wording which has been used up to now, *i.e.*, "*all the issues specified in Article 2(1)*". Similarly, at the end of Article 4(1), sentence 1, "*all such issues*" could be replaced by "*all the issues specified in Article 2(1)*".

Fédération bancaire française: Pour tenter d'apporter une réponse à cette question, deux options (dites « A » et « B ») sont proposées par l'article 4 du projet de Convention contenu dans le Document préliminaire N°15 : ces deux options reposent sur le même fondement du choix des parties au contrat de conservation de titres, à cette différence près que l'option A s'en remet au choix des parties comme désignant le droit applicable aux éléments énumérés à l'article 2(1), tandis que l'option B désigne le lieu de tenue du compte de titres, encadré comme l'option A par des critères de réalité de tenue de compte. En vue de refléter les résultats des divers ateliers de discussions organisés par le Bureau Permanent en juin et juillet de cette année, une option dite « A+ » a été préparée (voir Doc. prél. No 16). Elle retient le principe du choix des parties (options A et B), mais le tempère par une dose de « réalité ». De même que cette option A+ paraît fédérer un consensus international, elle semble également autoriser un compromis entre les différentes parties prenantes françaises (banques commerciales, Banque de France, Trésor, Chancellerie).

Article 4(1) Option A+: "account agreement" definition

Bundesverband deutscher Banken: The proposed definition of an "*account agreement*" raises the question of what is exactly intended by this term and whether it is the "*custody agreement*" that is meant here. In this case, a definition is perhaps not necessary. In any event, such a definition must be used in a consistent manner throughout the Convention. We would draw your attention to the phrase "*agreement governing a securities account*" in Article 20, for example.

Article 4(1)(c)

Bundesverband deutscher Banken: After the amendment to Article 4(1)(c), it is necessary to insert some additional wording, in our view. The sub-paragraph should read:

"(c) is identified as maintaining securities accounts in that State by an account number, bank code, or other specific means of identification; or . . ."

Article 5: Fall-back rule

Bundesverband deutscher Banken: The fall-back rule fails to clarify the point in time at which one of the conditions mentioned in Article 5 has to apply. It is possible, for example, that as a result of a merger the place of incorporation – and thus the fall-back rule's connecting factor – might change. To increase legal certainty, the point in time needs to be specified. Under no circumstances should this be the time of the legal dispute. Nor is the time of disposition appropriate, since the existence of the condition would then have to be checked for every single disposition. We would therefore suggest specifying that the conditions mentioned in Article 5 should exist at the time the custody agreement is concluded.

Article 7: EU Legislation

Bundesverband deutscher Banken: This article determines the extent to which disposition effected in accordance with the law applicable under PRIMA will be protected in insolvency. It should be examined whether this rule is compatible with the provisions of the EU Settlement Finality Directive (98/26/EC). Under this Directive, an instruction which has been irrevocably entered into a system will not be affected by the opening of insolvency proceedings against a company on the same day, even if the entry has not yet been booked to the recipient's account. The question arises as to whether Article 7(2)(b) is sufficient to ensure that this important European rule will continue to apply. We would like to emphasise that any discrepancy between the Convention and the Finality Directive could lead to serious problems as to the application of the Convention for and among European Union Member States.

Article 11: Multi-unit State

Bundesverband deutscher Banken: The new rule on Multi-unit States is more clearly worded than in the previous draft. Nevertheless, Multi-unit States are still given alternatives for the determination of the applicable law. This makes the process of determining the applicable law more cumber-some and results in less certainty as to whether the law thus determined really is the applicable law. In addition, declaration mechanisms give rise to the difficulties which have already been mentioned several times – in particular, the problem of whether the interested parties have access to the current version of the relevant declarations.

Article 11(2), (3) and (4)

Bundesverband deutscher Banken: Against this background (see comments Article 11: Multi-unit State), we advocate deleting Article 11(2) and adjusting the wording of Article 11(3) accordingly Article 11(4) should also be deleted. The rules in Article 11(2) and (4) mean that those applying the law have to perform a further step to determine the applicable law and, in addition, run counter to the desired aim of establishing PRIMA as a globally valid concept. It must be stressed once again that each exception calls into question the whole purpose of this Convention – namely easy, *ex ante* determination of the applicable law.

Article 19: Pre-existing rights

Bundesverband deutscher Banken: Article 19 deals with the issue of the priority of dispositions made before and after the Convention enters into force. We would like to suggest illustrating how this rule is intended to apply by providing examples in the Explanatory Report.

Article 20: Pre-Convention agreements

Bundesverband deutscher Banken: This rule is intended to enable determination of the law applicable to dispositions of securities also on the basis of custody agreements

concluded before the Convention enters into force. Such a rule is absolutely essential, since it will not be possible to renegotiate all existing custody agreements. However, in the German context, for example, the wording of the provision in its present form would probably be unable to fulfil the purpose of the rule in the vast majority of cases. The provision assumes there is an agreement specifying that the securities account is to be maintained in a certain state (Article 4(1), Option A) or, in the case of Article 4(1), Option B, that a choice of jurisdiction concerning the law applicable to dispositions of securities (*e.g.*, a collateral agreement) is provided for in the custody agreement. In most cases, there will be no express provision for the securities account to be maintained in a specific state since such a provision would not reflect international market standards and has thus not been part of customary agreements up to now. And should existing custody agreements contain a choice-of-law clause, this will normally cover the custodial relationship, and thus the contractual relationship, but not the disposition of the securities held in custody. At the regional discussion workshop in Frankfurt, it was mentioned that this provision was to be reviewed. We would like to suggest creating a rule which is as broad as possible and is based on current contract practice. Such a rule could be based on an – at least implicit – understanding by the parties that the securities account will be maintained at a specific place. "Implicit", in this context, means more than "implied by the terms of the agreement"; it also refers to the circumstances surrounding the conclusion of the agreement. Alternatively, a rule of interpretation could be created enabling commonly used contractual choice-of-law clauses to be understood also as a choice of law regarding the issues listed in Article 2(1) in the event that no clause regarding these issues is contained in the agreement. This would probably reflect the needs of current practice.

"Pros and Cons" of the Options A, A+ and B in Article 4(1)

available in English only

SUBMITTED BY THE PERMANENT BUREAU

Preliminary Document No 18bis of November 2002

OPTION B

[SUMMARY OF MAIN ARGUMENTS IN THE COMMENTS RECEIVED BY THE PERMANENT BUREAU]

PROS

• **Reflects traditional principles of applicable law to ppty issues**

(D, SF [but see their comments in Cons])

• **Provides objective criterion for determining applicable law**

(ARG, D, ECB) [disputed by Belgian comments]

• ***In theory* is most in line with PRIMA**

(F [but see their comments in Cons])

• ***If an irrefutable presumption existed that the parties' agreement satisfies one of the criterion in the white list*, it satisfies goal of clarity** (F [but see comments in Cons])

CONS

• **2 different ways of reading Option B → less *ex ante* certainty**

(1) if acc need not be maintained in State agreed: Convention permits a fiction (P)
(2) if acc does need to be maintained in State agreed: part issues of second guessing and diff in localising acc arise

• **Second guessing:** court assess if acc really maintained in State agreed

→ less predictability and certainty
→ greater use of fallback rule because:

– parties fear 2nd guessing: prefer fallback; or
– fail to satisfy judicial enquiry: fallback rule

(AUS, B, DK, F [but see comments in Pros], N, P, E, CH, UK, USA, ACSDA, AGC, ECB, FBE, ISDA)

• **Risk of intermediary liability when court second-guesses:** where court determines place of maintenance of acc is other than that agreed, acc holder may bring action against intermediary for breach of acc agreement → drastic effects for intermediary
• **Difficult to determine *place* of acc maintenance** (SF, F, N, P, E, USA, ACSDA, AGC)

– requires legal fiction
– geographically dispersed maintenance (multiple offices in different places)

• **Complex Art 11** (B, DK, F, N, CH, USA, ISDA)
• **Side effects under domestic laws:**

– tax implications (B, DK, N, CH, USA, ACSDA, ISDA)
– unexpected consequences under local law; &
– parties' desire *re* tax differs to desire *re* applicable law
– expropriation
– designation of place of acc may run counter to acc holders' interests in expropriation proceedings

• **"Magic words" required** (AUS, B, DK, N, CH, USA, ISDA)
• **Not in line with existing industry practice:** costly revision of existing agreements (UK, ACSDA, AGC)
• **Incompatibility with EU *Fin'y Directive*** (ECB)
• **Intermediaries may have to apply variety of ppty laws to securities it holds**: (*But likely mitigated by reality tests*) (L)

→ different enforcement procedures and provisional safeguard measures
→ disconnections between the applicable law and the competent jurisdiction (*e.g.*, attachment orders; privileges)

• **Rel'p of 'maintenance of securities account' submitted to pure choice of law(ECB)**

– Civil law: credit to acc has direct ppty effect
– Conflict with national public law regimes

OPTION A

[SUMMARY OF MAIN ARGUMENTS IN THE COMMENTS RECEIVED BY THE PERMANENT BUREAU]

PROS

• **Avoids problem of *second guessing***

(AUS, B, DK, F, N, E, UK, USA, ISDA)

→ Reduces scope of fallback Art. 5

• **No need to locate place of account**

(AUS, CAN, SF, F, N, USA)

• **Avoids side effects under domestic laws:**

– tax implications
– (B, CH, DK, USA, ISDA) expropriation

• **Avoids reference to *internal conflict rules* in Multi-unit State**

→ simplification of Art. 11

(B, CH, DK, ISDA, BDB)

Options – Pros and Cons

• **Greater certainty as based on agreement of parties**

(May)

• **Clearer and simpler than Option B** (C)

• **Avoids application of law governing contractual aspects to ppty issues where this is not the intention of parties to the agreement**

(N)

• **No need for magic words because of Art. 4(3)**

(N)

CONS

• **"Magic words" required**

(AUS, B, May, UK, USA, ACSDA, AGC)

• **Not in line with existing industry practice:** costly revision of existing agreements

(UK, ACSDA, AGC)

→ possibility of 2nd guessing may chill desire to put words in post-Convention agreements and lead to greater application of fallback (ACSDA)

• **Requires interpretive rule for pre-existing agreements (Art. 20)**

(F, AGC)

• **No reference to place where office maintaining acc is located**

– Insufficient account taken of PRIMA

(ARG, D)

• **Conflict with EU *Finality Directive***

(ECB) [disputed by Belgian comments]

• **Intermediaries may have to apply variety of ppty laws to securities it holds**: *(But likely mitigated by reality tests)* (L)

→ different enforcement procedures and provisional safeguard measures
→ disconnections between the applicable law and the competent jurisdiction (*e.g.*, attachment orders; privileges)

OPTION A+

[SUMMARY OF MAIN ARGUMENTS IN THE COMMENTS RECEIVED BY THE PERMANENT BUREAU]

PROS

• **Avoids problem of *second guessing***

→ increases certainty and predictability

(AUS, B, DK, SF, F, N, E, UK, USA, ACSDA, EMTA, FBE, ISDA)

• **No need to locate place of account**

→ Reduces scope of fallback Art. 5

(AUS, CAN, SF, F, N, USA, UK)

• **Avoids side effects under domestic laws:**

– tax implications (and expropriation)

(B, DK, N, USA, ISDA)

• **Avoids reference to *internal conflict rules* in Multi-unit State**

→ simplification of Art. 11

(B, DK, F, N, CH, USA, FBE, ISDA, BDB)

• **Greater *ex ante* certainty**

→ Gives effect to parties' agreement as far as possible

(F, May, UK, USA, EMTA)

Additional pros over Option A

• **No need for "Magic words"**

more legal certainty

(AUS, B, CAN, SF, F, E, CH, UK, USA, ACSDA, AGC, EMTA, ISDA)

– Consistent with industry practice

→ no need to revise pre-existing agreements
→ less costs, less tax/regulatory risks (ACSDA, AGC)

• **Reduces scope for fallback rule Art. 5 significantly**

(B, P, UK, USA, ISDA)

• **Eliminates need for interpretive rule for pre-existing agreements (Art. 20)**

(F, UK, USA, AGC, EMTA)

• **Excludes possibility that parties select different laws for different ppty issues**

(AUS)

CONS

• **Against general PIL principles** (ARG, D)

Lex contractus to govern issues of ppty law

• **Inclusion of side agreements** (ARG, D)

Legal uncertainty especially vis-à-vis 3rd parties

• **Quid if choice of law clause selecting *lex contractus* not valid** (*e.g.*, account holder is consumer)? Default rule ?(E)

• **Parties may not intend *lex contractus* to apply to proprietary issues** (N)

• **Deal with pre-existing agreements in Art. 20:** If option is meant to construct a fallback rule other than Art. 5 (*i.e. lex contractus*), questionable whether this improves predictability (CH); clarify relationship with Art 20(1)(b) (DK)

• **Clarify Relationship with Art. 4(3)** (E, P)

• Intermediaries may have to apply variety of ppty laws to securities it holds: *(But likely mitigated by reality tests) (L)*

→ different enforcement procedures and provisional safeguard measures
→ disconnections between the applicable law and the competent jurisdiction (*e.g.*, attachment orders; privileges)

Options – Pros and Cons

Résumé des réactions au Document préliminaire No 17 : « Le projet actuel de Convention assure-t-il convenablement que l'intermédiaire pertinent (PRIMA) est identique pour tous les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire donné, ou une disposition particulière est-elle nécessaire pour parvenir à ce résultat ? »

SOUMIS PAR LE BUREAU PERMANENT

Document préliminaire No 18ter de novembre 2002

INTRODUCTION

Ce document reflète les commentaires reçus en réponse à la suggestion contenue dans le Document préliminaire No 17 qui examine la question de savoir si le projet actuel de Convention assure convenablement que l'intermédiaire pertinent (PRIMA) est identique pour tous les transferts de titres détenus par un intermédiaire donné ou si une disposition particulière est nécessaire pour parvenir à ce résultat.

Parties approuvant le Document préliminaire No 17 :

Selon les parties suivantes, il n'est *pas* nécessaire d'insérer une disposition spécifique afin d'assurer que l'intermédiaire pertinent est identique pour tous les transferts de titres car les dispositions actuelles du projet de Convention conduisent déjà à ce résultat. Elles approuvent la conclusion selon laquelle il est suffisant d'aborder cette question dans le Rapport explicatif au moyen d'exemples (tel que suggéré dans le Doc. prél. No 17).

Etats membres :

- Argentine
- Australie
- Canada[1]
- Finlande
- Mexique
- États-Unis d'Amérique

Les observateurs :

- Fédération Bancaire de l'Union européenne (cependant, voir ci-dessous la suggestion d'ajouter des exemples dans le Rapport explicatif)

Les parties ayant un intérêt particulier dans le projet, mais n'ayant pas la qualité d'observateur :

- *Bundesverband deutscher Banken* [Association des banques allemandes] (cependant, voir ci-dessous la suggestion d'ajouter des exemples dans le Rapport explicatif),
- *Monte Titoli.*

Exemples additionnels suggérés :

Un intermédiaire détient des titres à son compte et les nantit au profit d'un tiers. Conformément à l'exemple 2, schéma C (Banque londonienne) et l'exemple 3, schéma D (Courtier londonien), les titres sont crédités tant au compte de titres maintenu par l'intermédiaire dans ses propres livres qu'au compte propre que l'intermédiaire détient auprès du DCTI. Qui est l'intermédiaire pertinent lors du nantissement de ces titres au profit d'un tiers si le nantissement est effectué en marquant le compte de titres comme étant un compte nanti ?

- *L'Association des banques allemandes*
- *Fédération Bancaire de l'Union européenne*

Parties n'approuvant pas le Document préliminaire No 17 :

A ce jour, aucun Etat membre ou observateur n'a indiqué qu'il est nécessaire d'insérer une disposition spécifique afin d'assurer que l'intermédiaire pertinent est identique pour tous les transferts de titres et cela indépendamment du fait qu'il revêt la forme d'une sûreté, d'un transfert de propriété à titre de garantie ou d'un transfert de propriété pur et simple.

[1] Cependant, la délégation canadienne a fait part de son inquiétude à l'effet que le Document préliminaire No 17 soit interprété à tort comme signifiant qu'il ne peut y avoir de PRIMA multiples. Ses commentaires indiquent que les exemples qu'offre le Document préliminaire No 17 sont corrects, mais l'analyse ne cerne pas toutes les questions concernant la possibilité de PRIMA multiples. La délégation canadienne explique qu' :

"À l'exemple 1, la question des PRIMA multiples ne se pose pas puisque l'opération ne met en cause qu'un seul titulaire de compte, la Société française. Même s'il y a techniquement deux comptes, il n'y a probablement qu'un seul accord concernant un compte entre la Société française et la Banque belge, et PRIMA sera déterminée par renvoi à cet accord.

À l'exemple 2 cependant, l'exemple semble ne pas tenir compte du fait que, si la Banque londonienne est l'intermédiaire pertinent tant du cédant que du cessionnaire, l'opération porte sur deux comptes distincts. Si nous supposons que la Banque londonienne est un « intermédiaire global » qui fait des opérations partout dans le monde, alors il est raisonnable d'envisager que l'accord concernant le compte conclu entre la Banque londonienne et la Société allemande puisse valablement indiquer la loi allemande, et que l'accord concernant son compte propre indique valablement la loi du R.-U. Dans ces cas, la loi allemande s'applique au débit et la loi du R.-U. s'applique au crédit. La même possibilité se présente à l'exemple 3.

Si l'on ne traite pas expressément de la possibilité que PRIMA applique des lois distinctes à des comptes distincts que tient un même intermédiaire, les exemples que présente le Document préliminaire No 17 peuvent être interprétés de façon erronée comme indiquant qu'une telle situation ne peut se présenter. Cela peut engendrer de la confusion.

La délégation canadienne est d'avis qu'il est possible de composer avec ces PRIMA multiples. Dans les cas de PRIMA multiples, il appartient à l'intermédiaire de veiller à ce que la situation illustrée à l'exemple 2, où le débit est invalide aux termes de la loi allemande mais le crédit est valide aux termes de la loi du R.-U., ne se présente pas. Si cette situation survient, l'intermédiaire est responsable envers les deux titulaires du compte. À notre avis, il faut supposer qu'un intermédiaire, qui poursuit des activités dans plusieurs pays et qui tient des comptes régis par diverses lois, doit être conscient de ces questions et doit se protéger."

Summary of Reactions to Preliminary Document No 17: Does the Current draft of the Convention Adequately Ensure that the Relevant Intermediary (i.e., PRIMA) is the Same for All Dispositions of Securities Held with a Particular Intermediary, or Is There a Need for a Specific Provision to Achieve This?

SUBMITTED BY THE PERMANENT BUREAU

Preliminary Document No 18ter of November 2002

INTRODUCTION

This document reflects the reactions received to the suggestion in Preliminary Document No 17 regarding the question of whether the current draft of the Convention adequately ensures that the relevant intermediary (*i.e.*, PRIMA) is the same for all dispositions of securities held with a particular intermediary, or whether there is a need for a specific provision to achieve this.

Parties approving Preliminary Document No 17:

The following parties have indicated that they believe it is *not* necessary to insert a specific provision to ensure that the relevant intermediary is the same for all dispositions of securities and that this result already follows from the current draft provisions of the Convention. They agree with the conclusion that it is enough to address this question in the Explanatory Report with examples (as suggested in Prel. Doc. No 17).

Member States:

- Argentina
- Australia
- Canada[1]
- Finland
- Mexico
- United States

Observers:

- *Fédération Bancaire de l'Union européenne* (but see below the suggestion to address additional examples in the Explanatory Report)

Interested parties not qualifying as observers:

- *Bundesverband deutscher Banken* [Association of German Banks] (but see below the suggestion to address additional examples in the Explanatory Report)
- *Monte Titoli*

Suggested additional examples:

An intermediary holds securities on its own behalf and pledges these to a third party. In accordance with Example 2, Figure C, (London Bank) and Example 3, Figure D (London Broker), the securities are credited to both the securities account which the intermediary maintains for itself and to the intermediary's securities account for its own holdings ("proprietary") with the ICSD. Who is the relevant intermediary for pledging these securities to a third party if pledging is effected by marking the securities account as a pledged account?

- *Bundesverband deutscher Banken*
- *Fédération Bancaire de l'Union européenne*

Parties not approving Preliminary Document No 17:

So far no Member State or observer has indicated that it is necessary to insert a specific provision to ensure that the relevant intermediary is the same for all dispositions of securities, whether the disposition is in the form of a security interest, transfer of title by way of security or outright transfer.

[1] However, the Canadian delegation expressed concern that Preliminary Document No 17 could be misinterpreted as meaning that multiple PRIMAs cannot occur. Their comments state that the examples provided in Preliminary Document No 17 are correct, but that the discussion does not identify all the issues regarding the possibility of multiple PRIMAs. The Canadian delegation explains as follows:

"In Example 1, there is no issue of multiple PRIMAs because the transaction involves only one account holder – French Company. Although there are technically two accounts, there is probably only one account agreement between French Company and Belgian Bank and PRIMA would be determined by reference to that agreement.

In Example 2, however, the example seems to overlook the fact that, while London Bank is the relevant intermediary for both the transferor and transferee, the transaction involves two separate accounts. If we assume that London Bank is a "global intermediary" with operations around the world, then it is reasonable to contemplate that London Bank's account agreement with German Company could validly specify German law, and that its proprietary account agreement validly specifies United Kingdom law. In those circumstances, German law applies to the debit and United Kingdom law applies to the credit. The same possibility occurs in Example 3.

By not dealing explicitly with the possibility of PRIMA applying different law to separate accounts maintained by a single intermediary, the examples in Preliminary Document No 17 may be misinterpreted as suggesting that this cannot occur. That may cause confusion.

The Canadian delegation is of the view that these multiple PRIMA are manageable. Where they arise, it is the responsibility of the intermediary to ensure that the situation in Example 2, where the debit is invalid under German law but the credit is valid under United Kingdom law, does not occur. If this situation does occur, the intermediary is liable to both account holders. It is our position that any intermediary who operates in multiple jurisdictions and maintains accounts governed by different laws must be presumed to recognise these issues and protect itself.

Dix-neuvième session

Nineteenth session

Actes
Acts

Note du Bureau Permanent

Conformément à une pratique qui a pris naissance lors de la Session extraordinaire de 1966, les interventions ont été résumées dans la langue, anglaise ou française, utilisée par les orateurs. De même les documents de travail sont reproduits dans la langue utilisée par leur auteur, le Bureau Permanent ne disposant pas de service de traduction. Sont toutefois diffusés dans les deux langues les documents émanant des Président et Rapporteurs, du Secrétariat et des Comités de rédaction.

Notice by the Permanent Bureau

In accordance with a practice which began during the Extraordinary Session of 1966, the speakers' remarks have been summarised in the languages which they have employed, respectively English or French. Likewise, working documents are reproduced only in the languages employed by their authors, since the Permanent Bureau has no translation service. However, documents emanating from the Chairman, the Reporters, the Secretariat or the Drafting Committees have been distributed in both languages.

Membres de la Troisième commission
Members of the Third Commission

PRÉSIDENTE – CHAIR

Mrs *Stefania Bariatti*, Professor of European Union Law, University of Milano-Bicocca, Milan, Italy

RAPPORTEURS – REPORTERS

Mr *Roy Goode*, Emeritus Professor of Law, University of Oxford, United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland
Mr *Hideki Kanda*, Professor of Law, Faculty of Law, University of Tokyo, Japan
Mr *Karl Kreuzer*, University of Würzburg, Germany

DÉLÉGUÉS – DELEGATES

Allemagne / Germany
Ms *Ute Hoehfeld*, Head of Section for Law relating to Securities, Banks and the Stock Exchange, Federal Ministry of Justice, Berlin
Mr *Fabian Reuschle*, Richter, Executive Assistant, Section on Law relating to Co-operatives, Banks and the Stock Exchange; Law relating to Securities, Federal Ministry of Justice, Berlin
Mr *Olaf Christmann*, Bundesbankrat, Legal Department, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main
Mr *Jürgen Becker*, Third Secretary, Legal & Social Affairs Section, Embassy of Germany, The Hague

Argentine / Argentina
Mr *Rubén Vallejo*, Counsellor, Embassy of Argentina, The Hague
Ms *Maria del Carmen Urquiza*, Head of Legal Department, Central Bank of Argentina, Buenos Aires
Mr *Luis Wetzler*, Legal Counsel in International Financial Affairs, Central Bank of Argentina, Legal Department, Buenos Aires
Ms *Inés Weinberg de Roca*, Judge, Professor of private international law, University of Buenos Aires, Buenos Aires

Australie / Australia
Mr *Matt Minogue*, Assistant Secretary, Civil Justice Division, Attorney-General's Department, Barton
Mr *Ian Beckett*, Financial System Division, Department of the Treasury, Canberra

Autriche / Austria
Mr *Martin Adensamer*, Director, Federal Ministry of Justice, Vienna
Mr *Peter Pöch*, Legal Counsellor, Austrian Central Securities Depository, Vienna

Belgique / Belgium
Mr *Jean-Pierre Deguée*, Conseiller, Commission Bancaire et Financière, Bruxelles
Mr *Diego Devos*, Director, Deputy General Counsel, Euroclear Bank S.A./N.V., Bruxelles

Brésil / Brazil
H.E. Mr *Affonso de Alencastro Massot*, Ambassador of Brazil, Embassy of Brazil, The Hague
Ms *Janine-Monique Bustani*, Counsellor, Embassy of Brazil, The Hague
Mr *Fábio Abud Antibas*, Secretary, Embassy of Brazil, The Hague
Mr *João Lauro Amaral*, Managing Director, Brazilian Mercantile & Futures Exchange (USA) Inc., New York

Bulgarie / Bulgaria
Ms *Tzvety Romanska*, Attaché, Ministry of Foreign Affairs, International Law Department, Sofia

Canada
Ms *Manon Dostie*, Counsel, Private International Law Team, Public Law Policy Section, Department of Justice, Ottawa
Mr *Bradley Crawford, Q.C.*, McCarthy Tétrault, Toronto
Mr *Michel A. Brunet*, Lawyer, Fraser Milner Casgrain, Montréal
Mr *Eric Spink*, Vice Chair, Alberta Securities Commission, Edmonton
Mr *Gregg A. Calkin*, Counsellor, Embassy of Canada, The Hague

Chili / Chile
Mr *Alejandro Sfeir-Tonsic*, Second Secretary, Embassy of Chile, The Hague

Chine / China
H.E. Mr *Zhu Zushou*, Ambassador of China, Embassy of the People's Republic of China, The Hague
Mrs *Zhang Honghong*, Counsellor, Department of Treaty and Law, Ministry of Foreign Affairs, Beijing
Ms *Lulu Zhou*, Attaché, Department of Treaty and Law, Ministry of Foreign Affairs, Beijing
Mr *Yu Fan*, Legal Official, Department of Legal Affairs, China Securities Regulatory Commission, Beijing
Mr *Sun Guoshun*, First Secretary, Embassy of the People's Republic of China, The Hague
Mr *James Ding*, Government Counsel, International Law Division, Treaties & Law Unit, Department of Justice of Hong Kong Special Administrative Region, Hong Kong

République de Corée / Republic of Korea
Mr *Chong-Hoon Kim*, Counsellor, Embassy of Korea, The Hague
Mr *Ki-Jin You*, Second Secretary, Embassy of the Republic of Korea to the Italian Republic, Rome

Danemark (Présidence de l'UE) / Denmark (EU Presidency)
Mr *Thorkild Fodge*, Head of Division, Law Department, Ministry of Justice, Copenhagen
Mr *Kristian Korfits Nielsen*, Head of Section, Law Department, Ministry of Justice, Copenhagen
Mr *Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen*, Professor of Law, University of Copenhagen, Faculty of Law, Copenhagen

Egypte / Egypt
Ms *Namira Negm*, Second Secretary, Embassy of the Arab Republic of Egypt, The Hague

Espagne / Spain
Mr *Francisco J. Garcimartín Alférez*, Professor of Private International Law, Universidad de Castilla-La Mancha, Faculty of Law, Madrid
Mrs *Maria González Fernandez*, Técnico Superior, General Directorate for Legislative Policy and International Judicial Cooperation, Ministry of Justice, Madrid

Etats-Unis d'Amérique / United States of America
Mr *Harold S. Burman*, Executive Director, Advisory Committee on Private International Law, Office of the Legal Adviser, Department of State, Washington DC
Ms *Joyce Hansen*, Deputy General Counsel and Senior Vice President, Federal Reserve Bank of New York, New York
Ms *Cynthia Reese*, Deputy Chief Counsel, Bureau of the Public Debt, Department of Treasury, Washington DC
Mr *Jack R. Wiener*, Managing Director and Deputy General Counsel, The Depository Trust & Clearing Corporation, New York
Mr *Harry C. Sigman*, Commercial Law Adviser, Los Angeles
Mr *James S. Rogers*, Professor, Boston College Law School, Newton

Finlande / Finland
Mrs *Marja A. Tuokila*, Legal Adviser, Law Drafting Department, Ministry of Justice, Helsinki
Mr *Janne Lauha*, Senior Vice President, HEX Group, Legal Unit, Helsinki

France
Mme *Michelle Dubrocard*, Conseiller juridique, Ambassade de France, La Haye
Mr *Michel Germain*, Professor, Université de Paris II Panthéon-Assas, Vincennes
M. *Stéphane Béraud*, Adjoint de Direction, Direction des services juridiques, Banque de France, Paris
Mr *Alexandre de Fontmichel*, Lawyer, Ministry of Justice, Paris

Irlande / Ireland
Mr *Christopher O'Toole*, Advisory Counsel, Office of the Attorney General, Dublin

Italie / Italy
Mr *Gianfranco Trovatore*, Legal Counsel, CONSOB, Markets and Economic Analysis Department, Rome

Japon / Japan
Mr *Yoshihisa Hayakawa*, Associate Professor, Faculty of Law, Rikkyo University, Tokyo
Mr *Masami Hadama*, Attorney, Civil Affairs Bureau, Ministry of Justice, Tokyo
Mr *Hironori Wanami*, Attorney, Civil Affairs Bureau, Ministry of Justice and Treaties Bureau, Ministry of Foreign Affairs, Tokyo
Mr *Kunio Koide*, First Secretary, Embassy of Japan to the Netherlands, The Hague
Mr *Taisaku Ikeshima*, Legal Researcher / Adviser, Embassy of Japan to the Netherlands, The Hague

Luxembourg
M. *Daniel Ruppert*, Attaché de Gouvernement 1er en rang auprès du Ministère de la Justice, Luxembourg
M. *Philippe Dupont*, Avocat à la Cour, Arendt & Medernach, Luxembourg

Malaisie / Malaysia
Ms *Lee Foong Mee*, Senior Manager, Legal Department, Bank Negara Malaysia (Central Bank of Malaysia), Kuala Lumpur
Ms *Benothini Bascaran*, Manager, Law Review & Development, Corporate Affairs, Legal & Compliance, Clearing, Settlement & Depository Group, Kuala Lumpur
Ms *Sujatha Sekhar Naik*, Senior Executive, Law Reform & Regulatory Policy Department, Securities Commission, Kuala Lumpur

Mexique / Mexico
Mrs *Zadalinda González y Reynero*, Minister, Embassy of Mexico, The Hague
Mr *Leonel Pereznieto Castro*, Adviser to the Legal Office of the Ministry of Foreign Affairs of Mexico, Official Counsel of Von Wobeser y Sierra, SC, Mexico

Panama
Mr *Pedro Sitton*, Legal Counsellor, Embassy of Panama, Brussels

Pays-Bas / Netherlands
M. *Antoon (Teun) V.M. Struycken*, président de la Commission d'Etat néerlandaise de droit international privé, Professeur de droit émérite, Heilig Landstichting
Mrs *Dorothea van Iterson*, Counsellor of Legislation Department of Private Law, Ministry of Justice, The Hague
Mr *Willem (Pim) Rank*, Attorney at Law, Nauta Dutilh, Amsterdam, Professor of Securities Law, University of Nijmegen, Nijmegen

Portugal
H.E. Mr *João Salgueiro*, Ambassador of Portugal, Embassy of Portugal, The Hague
Ms *Raquel Correia*, Legal Adviser, Ministry of Justice, Lisbon
Mrs *Rafaela Rocha*, Legal Adviser, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Securities Regulator), Lisbon

Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord / United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland
Mr *Guy Morton*, Freshfields Bruckhaus Deringer, London
Mr *James Neilson*, Legal Adviser, Her Majesty's Treasury, London

Fédération de Russie / Russian Federation
H.E. Mr *Alexandre Khodakov*, Ambassador of the Russian Federation, Embassy of the Russian Federation, The Hague
Mr *Gennady Kuzmin*, First Secretary, Embassy of the Russian Federation, The Hague
Mr *Igor Panin*, First Secretary, Embassy of the Russian Federation, The Hague
Mr *Kirill Sokolov-Shcherbachev*, Attaché, Embassy of the Russian Federation, The Hague

Suède / Sweden
Mr *Lars Afrell*, Director, Financial Institution and Market, Ministry of Finance, Stockholm
Ms *Amina Lundqvist*, Legal Adviser, Ministry of Justice, Stockholm

Suisse / Switzerland
Mr *Alexander Markus*, Head of Section on Private International Law, Federal Office of Justice, Bern
Mr *Samuel Baumgartner*, Deputy Head, Section on Private International Law, Federal Office of Justice, Bern
Mr *Daniel Girsberger*, Professor, University of Lucerne, Lucerne
Mr *Hans Kuhn*, Head of Legal Service, Swiss National Bank, Zurich
Mr *Nedim Peter Vogt*, Attorney at Law, Bär & Karrer, Zurich

République tchèque / Czech Republic
Mr *Jan Čížek*, Counsellor, Deputy Head of Mission, Embassy of the Czech Republic, The Hague
Mr *Jiří Špička*, Director of the Financial Market and Banking Department, Ministry of Finance of the Czech Republic, Prague
Mrs *Věra Krajánková*, Head of the Department of International Legal Aid in Civil Matters, Ministry of Justice, Prague

OBSERVATEURS – OBSERVERS

REPRÉSENTANTS D'ÉTATS INVITÉS – REPRESENTATIVES OF INVITED STATES

Liban / Lebanon
Ms *Rana Mokkaddem*, First Secretary, Embassy of Lebanon, The Hague

Ukraine
Ms *Lidia Horbunova*, Deputy State Secretary, Ministry of Justice, Kiev
Mr *Anatoly Dovgert*, Professor, Head of the Department of Private International Law, Kiev National University, Kiev
Mr *German Galuschenko*, Chief Legal Adviser, Presidential Office, Kiev
Ms *Kateryna Shevchenko*, Director of the Department of International Legal Cooperation and Legal Assistance, Ministry of Justice, Kiev
Mr *Vsevolod Chentsov*, Head of Treaty Department, Legal Directorate General, Ministry of Foreign Affairs, Kiev

REPRÉSENTANTS D'ORGANISATIONS INTERGOUVERNEMENTALES – REPRESENTATIVES OF INTERGOVERNMENTAL ORGANISATIONS

Banque centrale européenne / European Central Bank
Mr *Antonio Sáinz de Vicuña*, General Counsel, Directorate General Legal Services, Frankfurt am Main
Mr *Klaus Löber*, Senior Legal Counsel, Frankfurt am Main

Banque européenne d'investissement / European Investment Bank
Mr *Marc Dufresne*, Director, Legal Affairs Directorate, Luxembourg
Ms *Nicola Barr*, Head of Division, Legal Affairs Directorate, Luxembourg
Mr *Pierre Albouze*, Head of Division, Legal Affairs Directorate, Luxembourg

Commission des Nations Unies pour le Droit commercial international / United Nations Commission on International Trade Law
Mr *Spiros V. Bazinas*, Senior Legal Officer, UNCITRAL Secretariat, International Trade Law Branch, Office of Legal Affairs, Vienna

Commission européenne / European Commission
Mr *José María Fombellida*, Head of Unit, Financial instruments, European Commission, Brussels
Mr *Jean-Luc Filippini*, Administrator, European Commission, Internal Market DG, Brussels
Mr *Jens Schröder*, Administrator, European Commission, Internal Market DG, Brussels
Mr *Jérôme Carriat*, Administrator, European Commission, Brussels

Conseil de l'Union européenne / Council of the European Union
M. *Fernando Paulino Pereira*, Administrateur principal à la Direction générale "H", Secrétariat général, Brussels
Mrs *Nathalie Pensaert*, Administrator, Directorate General H, Justice & Home Affairs, General Secretariat, Brussels
Ms *Anne Fisker*, Head of Section, Law Department, Ministry of Justice, Copenhagen

Institut international pour l'unification du droit privé / International Institute for the Unification of Private Law
Mr *J. Herbert E. Kronke*, Secretary General, Rome
Mr *Philipp Paech*, Research Officer, Rome

International Organization of Securities Commissions
Ms *Andrea M. Corcoran*, Director, Office of International Affairs, U.S. Commodity Futures Trading Commission, Chair, Implementation Committee, IOSCO, Washington DC

Parlement européen / European Parliament
Mr *Harry Duintjer Tebbens*, Head of Division, Legal Service, Brussels

REPRÉSENTANTS D'ORGANISATIONS NON GOUVERNEMENTALES – REPRESENTATIVES OF NON-GOVERNMENTAL ORGANISATIONS

American Central Securities Depositories Association
Ms *Margarida A. C. Baptista*, Working Committee Member, Economist, CBLC Brazilian Clearing & Depository Corporation, Sao Paulo

Emerging Markets Traders Association
Ms *Sandra M. Rocks*, Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton, New York

European Financial Market Lawyers Group
Mr *Helmut Merkel*, Dresdner Bank AG, Frankfurt am Main

Fédération bancaire de l'Union européenne / European Banking Federation
Mr *Philippe Langlet*, Head of Global Securities Services, Société Générale, Paris
Ms *Annette Maas*, Adviser, Financial Markets, Bundesverband deutscher Banken, Berlin

Financial Market Lawyers Group
Mr *Locke McMurray*, Director & Senior Counsel, Global Markets & Investment Banking, Merrill Lynch, Office of General Counsel, New York
Mr *Robert Sussman*, Managing Counsel, The Bank of New York, Legal Department, New York

International Bar Association
Ms *Lisa Curran*, Of Counsel, Allen & Overy, Rome
Mr *Randall D. Guynn*, Partner, Davis Polk & Wardwell, New York
M. *Antoine Maffei*, avocat à la Cour, De Pardieu Brocas Maffei & Leygonie, Paris
Mr *Akihiro Wani*, Attorney at Law, Partner, Mitsui Yasuda Wani & Maeda, Tokyo

International Committee of the Uniform Law Commissioners
Mr *Curtis R. Reitz*, Chair of the Committee on International Legal Developments of the National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, Chicago

Membres/Members

International Councils of Securities Associations
Mr *Clifford Dammers*, Secretary General, International Primary Market Association, London
Ms *Nancy Marchand*, Avocat à Cour, Counsel, Davis Polk & Wardwell, Paris

International Swaps and Derivative Association
Mr *Lawrence Brandman*, Associate General Counsel, Goldman Sachs & Co., New York
Mr *Karl H. Kircher*, Senior Counsel, Deutsche Bank, Frankfurt am Main
Mr *Peter Martin Werner*, Assistant Director of European Policy, International Swaps & Derivatives Association, Inc. London
Mr *David Bloom*, Head of Legal, Corporate, Investment Banking, HSBC Holdings plc., London

SECRÉTARIAT – SECRETARIAT

Secrétaire général – Secretary General
Mr *Hans van Loon*

Secrétaire général adjoint – Deputy Secretary General
Mr *William Duncan*

Premiers secrétaires – First Secretaries
Mr *Christophe Bernasconi*
Mr *Philippe Lortie*
Ms *Andrea Schulz*

Expert juridique – Legal Expert
Mr *Richard Potok*

Secrétaires rédacteurs – Recording Secretaries
Ms *Eleanor Cashin-Ritaine*
Ms *Florence Guillaume*
Ms *Kara Iland*
Mr *Anatoly Kirievsky*
Mr *Kostya Rilov*
Ms *Laurence Thébault*

Documents de travail de la Troisième commission

Working Documents of the Third Commission

Documents de travail Nos 1 à 4
Working Documents Nos 1 to 4

Distribués le lundi 2 décembre 2002

Distributed on Monday 2 December 2002

No 1 – Note soumise par le Bureau Permanent – Note submitted by the Permanent Bureau

Article 7 de la future Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (tel que reproduit dans l'avant-projet de juin 2002, Doc. prél. No 15)

*Quelques remarques explicatives préalables**

I. *Introduction : les enjeux*

L'article 7 aborde la question délicate des effets d'une procédure d'insolvabilité sur un transfert (en particulier une constitution de sûreté) dont les aspects patrimoniaux sont régis par le droit matériel PRIMA. Il s'agit d'un aspect crucial car la question ultime qui se pose pour toute sûreté (un gage par exemple) est son efficacité en cas d'insolvabilité du débiteur. Cela étant posé, en dépit de l'importance critique des enjeux, il faut souligner que les Etats ont toujours été très méfiants à l'égard de toute possibilité d'intrusion dans leur législation interne d'insolvabilité[1]. C'est dans ce contexte que le Bureau Permanent a délibérément souligné dès le début des travaux liés à ce projet que – dans la mesure du possible – la Convention ne devrait pas interférer avec les règles nationales applicables à l'insolvabilité. Cette Note s'efforce de compléter la description des liens entre PRIMA et la *lex concursus* (c'est-à-dire la loi régissant l'insolvabilité), autrement dit, parmi les questions soulevées dans une procédure d'insolvabilité, quelles sont celles régies par la loi PRIMA et celles régies par la *lex concursus*[2] ?

Comme l'indique l'introduction de son premier paragraphe, l'article 7 envisage une situation dans laquelle la *lex concursus* (c'est-à-dire la loi régissant l'insolvabilité) est *différente* de celle qui régit les aspects patrimoniaux d'un transfert (c'est-à-dire la loi applicable désignée par l'art. 4 ou, le cas échéant, l'art. 5 de la Convention). *La question fondamentale en jeu est de savoir si et dans quelle mesure les droits d'un créancier (par exemple un détenteur de gage) préexistants à l'insolvabilité en vertu de la loi PRIMA sont maintenus dans la procédure d'insolvabilité.* Une distinction cruciale doit donc être gardée à l'esprit lorsque l'on examine l'incidence potentielle d'une loi sur l'insolvabilité sur les sûretés précédemment acquises par un créancier auprès du débiteur : (a) la *reconnaissance* (le respect) des droits acquis et (b) la *position* (les effets) des droits dans l'insolvabilité.

La Convention envisagée différencie et traite ces deux questions essentielles à l'article 7. Le paragraphe 1 aborde la première, à savoir la reconnaissance des droits acquis en vertu d'une loi différente de la *lex concursus*. La présence de deux ordres juridiques soulève une question préliminaire : quel droit régit la validité de cette acquisition ? La *lex concursus* ou PRIMA ? Dans le cadre de l'article 7(1) proposé, la question préliminaire est résolue suivant la loi *PRIMA*. En d'autres termes, cette affaire ne concerne pas la *lex concursus* : les règles matérielles de la loi PRIMA déterminent si le créancier a acquis une sûreté valide ou non. Suivant la distinction évoquée plus haut, une deuxième question se pose une fois résolue la question préliminaire : quelle est la position du droit ainsi acquis dans la procédure d'insolvabilité ? Selon l'article 7(2), cette affaire *ne* concerne *plus* la loi PRIMA ; cette question est extérieure au champ de la Convention et doit être traitée par le juge chargé des affaires d'insolvabilité en application de son régime d'insolvabilité.

Ces deux questions cruciales traitées à l'article 7 seront examinées plus en détail dans les commentaires suivants.

II. *Article 7(1) : la reconnaissance des droits valablement acquis*

Le principe général sur lequel se fonde l'article 7(1) est qu'*un droit jugé valide en application de PRIMA devrait être reconnu dans les procédures d'insolvabilité.* Autrement dit, le juge de l'insolvabilité ne peut refuser de reconnaître la validité d'un droit patrimonial au seul motif que ce droit n'a pas (également) été créé ou rendu opposable en vertu de la *lex concursus*[3]. Cependant, ce principe général est sujet à d'importantes réserves dont la portée soulève des questions de fond délicates examinées plus loin. L'effet principal de ces réserves est de garantir que, bien que PRIMA régisse l'existence du droit patrimonial, la *lex concursus* détermine dans quelle mesure le bénéficiaire de la garantie peut effectivement user de son droit dans la procédure d'insolvabilité.

L'approche adoptée à l'article 7(1) s'inspire de la *Convention UNIDROIT relative aux garanties internationales portant sur des matériels d'équipement mobiles* (ci-après la Convention UNIDROIT), telle qu'adoptée par la Conférence diplomatique du Cap de novembre 2001 (voir

* *L'objectif fondamental de cette Note est de décrire en termes généraux le point de vue du Bureau Permanent sur le fonctionnement de base de l'art. 7 tel qu'il figure dans le Doc. prél. No 15. La Note aborde aussi des questions plus spécifiques soulevées par plusieurs experts européens par rapport à certains instruments de la Communauté européenne. Comme il est très probable que les questions traitées peuvent, au moins de façon générale, concerner aussi d'autres Etats au regard de leur législation nationale et/ou régionale, nous espérons que les explications présentées dans cette Note apporteront également une aide à ces autres Etats.*

Cette Note n'aborde pas la question de savoir s'il y a lieu de limiter le champ d'application de l'art. 7 à l'insolvabilité du titulaire d'un compte, ce qui exclurait l'insolvabilité d'un intermédiaire de son champ d'application (sur cet aspect, voir en particulier les commentaires du Danemark, qui sont exposés dans le Doc. prél. No 18 (version datée du 12 novembre 2002)). Cette question sera discutée lors de la Session diplomatique de décembre 2002.

[1] Voir par exemple Doc. prél. No 1, p. 16-18.

[2] Le texte de l'art. 7 de l'avant-projet de Convention de juin 2002 est le suivant :

« (1) L'ouverture d'une procédure d'insolvabilité en vertu d'une loi autre que la loi applicable en vertu de l'article 4 ou, le cas échéant, de l'article 5, n'affecte pas :

(a) la détermination des questions mentionnées à l'article 2(1) se rapportant à des titres qui ont été inscrits en compte ;

(b) un transfert de titres détenus auprès de l'intermédiaire pertinent rendu opposable conformément au droit de l'État du lieu de cet intermédiaire.

(2) La présente Convention ne porte pas préjudice à l'application de toute règle de droit matériel ou de procédure d'insolvabilité se rapportant:

(a) au rang des catégories de créances ou à la nullité d'un transfert effectué au mépris des règles sur la période suspecte ou en fraude des droits des créanciers ; ou

(b) à l'exercice de droits après l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité. »

[3] L'usage du passé composé à l'art. 7(1) est destiné à garantir que la disposition ne s'applique que si l'inscription en compte des titres (sous-para. (a)) ou l'opposabilité du transfert (sous-para. (b)) est intervenue *avant* l'ouverture de la procédure d'insolvabilité.

Doc.trav./Work.Doc. Nos 1-4

son article 30(1) et (2))[4]. Cette approche reconnaît que la création, la validité et le champ d'application des droits patrimoniaux (les droits réels) devraient être régis par leur loi applicable propre (en général, la *lex rei sitae*, ou, plus particulièrement dans le contexte des titres détenus indirectement, PRIMA). Cette approche est parfaitement raisonnable car les droits réels ne peuvent remplir correctement leur fonction si la question de leur validité n'est pas davantage affectée par l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité dans d'autres Etats que par l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité nationale, c'est-à-dire d'une procédure régie par les règles du système juridique ayant institué les droits patrimoniaux en premier lieu.

Enfin, on peut ajouter que si la formulation finale de la disposition centrale de la Convention, à savoir l'article 4, ne fait pas référence au droit de l'Etat du lieu de l'intermédiaire (cette référence a été supprimée dans toutes les Options de l'art. 4(1) dans le Doc. prél. No 15), l'article 7(1)(b) devra être amendé en conséquence[5]. Cette dernière disposition pourrait alors soit faire référence à « la loi applicable désignée dans le cadre de cette Convention », soit répéter le libellé du chapeau de l'article 7(1) dans les termes suivants : « rendu opposable conformément à la loi applicable en vertu de l'article 4 ou, le cas échéant, de l'article 5 ».

III. *Article 7(2) : les réserves*

Dans l'avant-projet de l'article 7 de juin 2002, le principe énoncé au paragraphe 1 est soumis à deux réserves importantes exprimées au paragraphe 2, qui seront expliquées dans les remarques suivantes. La première partie de ces commentaires (A.) décrira brièvement l'approche actuellement adoptée à l'article 7(2). La deuxième partie (B.) résumera ensuite les discussions précédentes relatives à une autre approche suggérée à l'origine par une minorité d'experts ; bien que cette dernière approche n'ait pas été retenue dans l'avant-projet de Convention, il est important de la présenter pour bien comprendre la disposition. La Note présentera ensuite une analyse approfondie de la relation et de l'interaction entre la Convention de La Haye et les instruments pertinents adoptés par la Communauté européenne, en particulier le Règlement européen sur l'insolvabilité (C.), cette question ayant fait l'objet d'une discussion et d'un examen exhaustifs dans le cadre des travaux formels et informels qui ont accompagné les négociations de la Convention de La Haye.

A. *L'approche retenue*

L'article 7(2) de l'avant-projet de juin 2002 de la future Convention de La Haye vise à :

(a) préserver certaines règles liées aux procédures d'insolvabilité telles que le rang des catégories de créances et les *règles de nullité* ; et

(b) éviter toute interférence avec les règles liées à *l'exercice* des droits réels ou des sûretés après ouverture d'une procédure d'insolvabilité.

On peut remarquer au départ que cette approche est, là encore, similaire à celle de l'article 30(3) de la Convention UNIDROIT[6]. La formulation de la Convention de La Haye semble cependant plus explicite en ce que *l'article 7(2)(a) préserve non seulement les règles de la lex concursus relatives à la nullité des transferts frauduleux et des préférences* – par exemple lorsque, à la veille de l'insolvabilité, le débiteur accorde à un créancier une sûreté conférant à celui-ci un rang privilégié injuste aux dépens d'autres créanciers – *mais aussi les règles d'insolvabilité qui peuvent déclarer que certains types de créances devraient être prioritaires sur tout autre intérêt (par exemple les salaires et les impôts)*[7]. Cette dernière priorité n'est pas posée dans l'article équivalent à l'article 30(3)(a) de la Convention UNIDROIT, qui ne renvoie explicitement qu'aux règles de nullité.

D'autre part, pour prévenir tout échec des procédures de redressement ou de faillite (dû, par exemple, à la saisie des actifs cruciaux par le bénéficiaire d'une garantie), l'article 7(2)(b) est conçu pour soumettre la sûreté à ces procédures (par exemple, un sursis).

Afin d'éviter tout malentendu, nous souhaitons souligner que la référence à l'article 7(2) de la Convention de La Haye selon laquelle la Convention « *ne porte pas préjudice* » à l'application de toute règle de droit matériel ou de procédure d'insolvabilité doit être entendue comme n'ayant pas d'effet sur ces questions.

B. *Les suggestions d'extension de PRIMA au détriment de la lex concursus*

Dès janvier 2001, une nette majorité d'experts était d'accord sur les principes décrits plus haut. Cependant, un autre groupe d'experts remettait en cause les réserves du paragraphe 2 de la Convention de La Haye et son résultat, à savoir la soumission de la position de la sûreté à la *lex concursus* dans les procédures d'insolvabilité. Autrement dit, de l'avis de cette minorité, *les réserves figurant au paragraphe 2 en faveur des règles d'insolvabilité auraient de trop vastes implications.* Ces experts proposaient que les effets du deuxième paragraphe soient limités et que *les effets des droits patrimoniaux d'un créancier soient exclusivement déterminés en vertu de PRIMA.*

Cette approche, qui aurait évidemment étendu les effets de PRIMA au détriment de la *lex concursus*, n'a pas été adoptée dans l'avant-projet de Convention. La suggestion s'inspirait en grande partie d'instruments européens, en particulier le Règlement européen sur l'insolvabilité (voir les remarques plus loin à la rubrique C.2. sur l'art. 13 du REI). Cependant, le sentiment général de la majorité des experts participant au projet de La Haye a toujours été que la Convention envisagée devait rester ciblée sur l'élaboration d'une règle de conflit de lois claire conformément à PRIMA et qu'il pourrait être souhaitable de ne pas être trop ambitieux sur les questions d'insolvabilité afin de ne pas perdre de vue l'objectif principal du projet. *Cela dit, il importe de souligner que la décision de ne pas mettre en œuvre cette caractéristique particulière du régime européen (régional) à l'échelle internationale n'entraîne aucune incohérence du projet de La Haye avec la législation européenne.* Elle signifie seulement que le consensus

[4] La formulation de l'art. 30(1) et (2) de la Convention UNIDROIT est la suivante :
« 1. Une garantie internationale est opposable dans les procédures d'insolvabilité dont le débiteur fait l'objet lorsque, antérieurement à l'ouverture des procédures d'insolvabilité, cette garantie a été inscrite conformément à la présente Convention.
2. Aucune disposition du présent article ne porte atteinte à l'opposabilité d'une garantie internationale dans des procédures d'insolvabilité lorsque cette garantie est opposable en vertu de la loi applicable. »
A notre connaissance, l'art. 30 de la Convention UNIDROIT a été approuvée à l'unanimité à la Conférence diplomatique du Cap. *Il faut le garder à l'esprit lorsque la disposition équivalente de la Convention de La Haye (art. 7) sera examinée au regard de sa compatibilité avec les instruments régionaux tels que le Règlement européen sur l'insolvabilité ou avec les législations nationales.*

[5] Voir les commentaires de l'Australie et du Portugal, Doc. prél. No 18.

[6] L'art. 30(3) de la Convention UNIDROIT est rédigé comme suit:
« 3. Aucune disposition du présent article ne porte atteinte :
a) à toute règle du droit applicable dans les procédures d'insolvabilité relative à l'annulation d'une opération, soit parce qu'elle accorde une préférence, soit parce qu'elle constitue un transfert en fraude des droits des créanciers ; ou
b) à toute règle de procédure relative à l'exercice des droits de propriété soumis au contrôle ou à la surveillance de l'administrateur d'insolvabilité.

[7] Dans le cadre des négociations formelles, plusieurs experts ont déclaré que dans leurs juridictions respectives, ces règles d'insolvabilité auraient un caractère d'ordre public et devraient donc prévaloir sur tout autre intérêt, voir en particulier le Doc. prél. No 2, p. 114.

des Etats membres de l'UE (à l'exception du Danemark) – à savoir la loi régissant les « actes préjudiciables » (titre de l'art. 13 du REI) qui supplante la *lex concursus* dans certaines circonstances – ne pouvait être transposé d'une telle façon à l'échelle internationale ; ce qui constitue un résultat parfaitement compréhensible si l'on reconnaît que l'approche adoptée dans le REI, au détriment de la *lex concursus*, exige une plus grande intégration juridique – laquelle existe au niveau régional de l'UE mais fait défaut à l'échelle mondiale. *Cependant – et de façon plus importante – le fait que la Convention de La Haye « ne porte pas préjudice » aux règles de nullité et aux autres règles d'insolvabilité signifie simplement que le régime de La Haye « n'a pas d'effet » sur le régime particulier établi par le REI. De ce fait, ce dernier restera applicable dans les Etats membres de l'UE où il est en vigueur (voir les remarques ci-dessous à la rubrique C.(2)).*

Avant d'analyser plus précisément la relation entre le régime de La Haye envisagé et le REI, il convient de noter, ici encore, que la disposition pertinente du projet de La Haye (art. 7(2)) est plus explicite dans sa formulation que la Convention UNIDROIT. En effet, cette disposition précise expressément que, d'une part, les règles *procédurales* d'insolvabilité sont préservées (comme dans la Convention UNIDROIT) et, d'autre part, les règles *matérielles* d'insolvabilité. Nous ne pensons pas que cette formulation différente ait pour intention de rendre compte d'une différence effective de signification entre ces deux instruments ; la raison pour laquelle le projet de Convention de La Haye cite les deux expressions (à savoir règle de droit matériel ou procédure d'insolvabilité) est simplement que plusieurs experts ont souligné que la nature réelle des règles en jeu est qualifiée de procédurale dans certains systèmes et de matérielle dans d'autres. Autrement dit, le projet de La Haye semble prendre en compte la nécessité d'assurer que les réserves en faveur du droit de l'insolvabilité aient un champ assez étendu et ne soient pas artificiellement limitées par différentes significations des concepts de règles procédurales ou matérielles. Cela semble particulièrement important pour les règles de *nullité*, qui pourraient être considérées comme des règles procédurales dans certains systèmes et comme des règles matérielles dans d'autres.

C. Les instruments européens, en particulier le Règlement européen sur l'insolvabilité

(1) *Présentation générale*

Plusieurs instruments européens sont pertinents pour les questions traitées dans cette Note. Premièrement, il convient de mentionner le *Règlement (CE)* No *1346/2000 du Conseil du 29 mai 2000 relatif aux procédures d'insolvabilité* (ci-après REI)[8], entré en vigueur le 31 mai 2002. Le REI a été adopté afin d'élaborer des procédures plus uniformes qui éviteront les incitations à transférer des actifs ou des instances judiciaires d'un Etat membre à l'autre afin d'obtenir une position juridique plus favorable. Des dispositions similaires sur les questions pertinentes dans le cadre de la présente Note figurent également dans la *Directive 2001/17/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mars 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des entreprises d'assurance*[9] et la *Directive 2001/24/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit*[10]. Les remarques suivantes porteront plus particulièrement sur le REI, d'une part, parce que les régimes établis par d'autres instruments sont très proches de celui qu'il instaure et, d'autre part, parce que le REI a été l'instrument européen le plus discuté dans le cadre des travaux formels et informels liés au projet de La Haye.

Le REI s'applique « aux procédures collectives fondées sur l'insolvabilité du débiteur qui entraînent le dessaisissement partiel ou total de ce débiteur ainsi que la désignation d'un syndic » (art. 1(1)). Il s'applique également à toutes les procédures, que le débiteur soit une personne physique ou morale, un commerçant ou un particulier. Cependant, il *ne* s'applique *pas* aux procédures d'insolvabilité qui concernent *les entreprises d'assurance et les établissements de crédit, les entreprises d'investissement qui fournissent des services impliquant la détention de fonds ou de valeurs mobilières de tiers, ainsi que les organismes de placement collectif* (art. 1(2)). Cela signifie qu'en pratique, le REI ne sera pas applicable dans un nombre significatif de cas d'insolvabilité d'un intermédiaire au sens de la Convention de La Haye, à l'exception notable de l'insolvabilité d'un *courtier* pour laquelle il pourrait s'appliquer.

Les solutions du REI reposent sur le principe de l'ouverture des procédures de portée *universelle* devant les tribunaux de l'Etat membre sur le territoire duquel est situé le centre des « intérêts principaux » du débiteur (art. 3(1)) ; dans le cas d'une entreprise ou d'une personne morale, c'est le lieu du siège, en l'absence de preuve du contraire[11]. Une procédure *secondaire* peut ensuite être ouverte pour liquider les actifs sis dans un autre Etat membre sur le territoire duquel le débiteur a un établissement (art. 3(2)) ; ces procédures secondaires sont limitées aux actifs du débiteur situés dans l'autre Etat membre). Le droit matériel de l'Etat membre dans lequel la procédure est ouverte détermine tous les effets de cette procédure (art. 4 ; les conditions d'ouverture, le déroulement et la clôture de la procédure, les questions de fond telles que la définition des créanciers et des actifs, le rang des catégories de créances, les effets de la procédure sur les contrats, les créanciers individuels, les créances, etc.). Cependant, *en vertu de l'article 5(1) du REI, les droits réels des tiers à l'égard des actifs du débiteur situés sur le territoire d'un autre Etat membre ne sont pas affectés par l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité dans un autre Etat membre* (voir plus loin les autres remarques sur cette question)[12]. Cette protection n'est toutefois que partielle car le liquidateur peut demander l'ouverture d'une procédure secondaire dans l'Etat sur le territoire duquel sont situés les actifs, si le débiteur a un établissement sur ce territoire. Enfin, les décisions rendues par le tribunal compétent pour la procédure principale sont, en principe, immédiatement reconnues dans les autres Etats membres sans autre examen (art. 16).

(2) *Articles 5 et 13 du REI en particulier*

Comme il a été mentionné plus haut, l'article 5(1) du REI exclut des effets de la procédure les droits réels des tiers et des créanciers sur les actifs appartenant au débiteur qui, au moment de l'ouverture de la procédure, « se trouvent » sur le territoire d'un autre Etat membre. Cependant, le REI « n'immunise » pas entièrement les droits réels contre l'insolvabilité du débiteur[13]. Selon l'article 5(4), le prin-

[8] JO L 160, 30.6.2000, p. 1.
[9] JO L 110, 20.4.2001, p. 28 ; voir en particulier l'art. 20.
[10] JO L 125, 5.5.2001, p. 15 ; voir en particulier l'art. 21. Cette Directive est importante dans le contexte de l'insolvabilité d'un intermédiaire.

[11] Le treizième considérant du REI décrit le concept de « centre des intérêts principaux ».
[12] Le texte de l'art. 5(1) du Règlement est le suivant : « L'ouverture de la procédure d'insolvabilité n'affecte pas le droit réel d'un créancier ou d'un tiers sur des biens corporels ou incorporels, meubles ou immeubles – à la fois des biens déterminés et des ensembles de biens indéterminés dont la composition est sujette à modification – appartenant au débiteur, et qui se trouvent, au moment de l'ouverture de la procédure sur le territoire d'un autre Etat membre. »
[13] Le REI ne définit pas le « droit réel ». S'il imposait une telle définition, il

Doc.trav./Work.Doc. Nos 1-4

cipe de protection visé au paragraphe 1 ne fait pas obstacle aux actions en nullité, annulation ou inopposabilité visées à l'article 4(2)(m). *C'est précisément le système que les Conventions de La Haye et la Convention UNIDROIT ont également adopté : les actions en nullité, annulation ou inopposabilité ne sont pas affectées par ces deux instruments. En conséquence, conformément à ces deux instruments, il revient au droit du for de déterminer les règles applicables à ces actions, et en particulier si elles sont régies par la lex concursus ou par une autre loi.*

L'article 5(4) du REI doit toutefois être lu conjointement à l'article 13. Ce dernier est en effet crucial car il dispose que la possibilité d'une action en nullité, annulation ou inopposabilité en vertu de la *lex concursus*

« n'est pas applicable lorsque celui qui a bénéficié d'un acte préjudiciable à l'ensemble des créanciers apporte la preuve que :

– cet acte est soumis à la loi d'un autre Etat membre que l'Etat d'ouverture et que

– cette loi ne permet en l'espèce par aucun moyen d'attaquer cet acte. »

Cette disposition constitue une défense contre l'application dérogatoire de toute disposition de la *lex concursus* invalidant le droit d'un créancier bénéficiaire (par exemple un détenteur de gage) dans des circonstances ne permettant pas d'invoquer une disposition invalidante correspondante de la « loi applicable à l'acte préjudiciable »[14]. Ce mécanisme est jugé « plus facile à appliquer que d'autres solutions basées sur une application cumulative des deux lois » et « à maintenir les attentes légitimes des créanciers ou des tiers quant à la validité de l'acte conformément à la législation nationale normalement applicable, et contre toute interférence d'une *lex concursus* différente. » [NOTRE TRADUCTION][15].

Par conséquent, l'article 13 du REI pousse la prédominance du droit applicable à l'acte préjudiciable sur la lex concursus plus loin que les Conventions UNIDROIT et de La Haye, qui ne contiennent ni l'une ni l'autre des dispositions équivalentes. Néanmoins, il faut souligner, une fois encore[16], que cela ne signifie en aucun cas que la Convention de La Haye (et la Convention UNIDROIT) n'est pas compatible avec le REI. L'article 7(2) de la Convention de La Haye garantit que les règles sur l'annulation et les autres dispositions relatives à l'insolvabilité ne sont pas affectées, ce qui signifie que le régime de chaque Etat applicable à cette affaire continue de s'appliquer, y compris – lorsqu'il y a lieu – le régime prévu par le REI. La Convention de La Haye reste « neutre » à cet égard et, en particulier, *ne peut être considérée comme permettant l'application de règles d'annulation qui ne seraient pas autrement applicables.*

(3) *Exemple et suggestion d'amendement mineur à l'article 7(2)*

L'exemple suivant est destiné à démontrer la façon dont le REI continuera à s'appliquer dans les Etats membres de l'UE où il est en vigueur.

Supposons qu'un investisseur italien fournisse des titres suisses, japonais et américains qu'il détient auprès de la filiale française (c'est-à-dire une entité ayant sa propre personnalité juridique) d'une banque allemande à titre de sûreté faisant l'objet d'un nantissement auprès de la banque finlandaise. La banque finlandaise rend ses droits opposables en application du droit français (supposons qu'il s'agit de la loi PRIMA conformément à l'art. 4 de la future Convention de La Haye). Peu après, l'investisseur italien est déclaré insolvable en Italie.

Dans ce cas de figure, le juge italien de l'insolvabilité ou l'administrateur judiciaire devra d'abord déterminer si la banque finlandaise a acquis un droit opposable pour les titres. Si la Convention de La Haye est en vigueur en Italie, le juge appliquera l'article 4 et se tournera vers le droit français pour déterminer si la banque finlandaise a rempli toutes les obligations d'opposabilité en droit français. L'article 7(1) garantira que pour traiter cette première question le juge n'applique pas d'autre disposition en matière de conflit de lois que l'article 4 ; l'effet de cette disposition est que le droit préexistant à l'insolvabilité, créé en faveur de la banque finlandaise en vertu de PRIMA, sera reconnu par le juge italien. Jusqu'ici, le résultat serait parfaitement identique en vertu de l'article 5(1) du REI[17]. Dès lors, aucun problème de compatibilité ne se pose.

Il est plus que probable que le juge italien devra ensuite vérifier (à la demande des créanciers ordinaires de l'investisseur italien ou *sua sponte*) si la sûreté octroyée à la banque finlandaise entre dans la période suspecte ou est susceptible d'être annulée pour toute autre raison. L'article 7(2) de la Convention de La Haye dispose que ces questions sont laissées aux « règles de droit matériel ou de procédure d'insolvabilité ». Mais quelles sont ces règles ? Pour un juge italien chargé des affaires d'insolvabilité, ces règles seront celles désignées par le REI, en particulier par son article 13. Elles protégeront la banque finlandaise contre l'application dérogatoire de toute disposition de la *lex concursus* italienne invalidant la sûreté de la banque finlandaise dans des circonstances où il n'est pas possible d'invoquer une disposition invalidante correspondante dans la loi PRIMA française[18]. Ce résultat s'applique au moins aussi longtemps que la loi PRIMA française est aussi la « loi applicable à l'acte préjudiciable » en vertu de l'article 13 du REI. Si la loi applicable à l'acte préjudiciable était la loi suédoise (par exemple) et que celle-ci autorisait l'annulation, l'acte (le transfert) serait alors frappé de nullité en vertu de la *lex concursus*.

Enfin, il a été porté à l'attention du Bureau Permanent que l'exclusion du *renvoi* à l'article 9 de la Convention de La Haye pourrait affecter l'application de règles importantes du REI, telles que l'article 13, qui opère comme une clause

courrait en effet le risque de décrire comme droits réels des positions juridiques que la loi de l'Etat dans lequel se trouvent les actifs ne considère pas comme tels ou de ne pas englober des droits réels qui ne remplissent pas les conditions de cette définition. Il s'ensuit que la classification d'un droit comme droit réel doit être recherchée dans le droit national qui, en vertu des principes généraux de conflit de lois, régit les droits réels (c'est-à-dire en général, la *lex rei sitae*, ou dans le contexte de titres détenus indirectement, la loi PRIMA). De plus, le REI ne contient pas de règle particulière relative au lieu des droits réels lorsque ces droits sont reflétés par de simples écritures comptables (voir toutefois l'art. 2(g) du REI).

[14] On notera que la référence dans l'art. 13 du REI à la « loi applicable à l'acte préjudiciable » ne fait pas l'objet de précisions complémentaires. En particulier, il n'est pas clair si cela renvoie à la loi régissant les droits contractuels ou les droits patrimoniaux des parties à « l'acte préjudiciable ».

[15] Ces extraits sont tirés du *Rapport explicatif sur la Convention européenne sur les procédures d'insolvabilité* rédigé par le Professeur Virgós (Espagne) et M. Schmit (Luxembourg). Le REI est pour l'essentiel une simple transcription de la Convention ; la consultation du Rapport explicatif conserve donc tout son intérêt.

[16] Voir *supra*, p. 287.

[17] L'art. 5 du REI exigerait du juge qu'il détermine si le droit de la banque finlandaise (reflété dans les livres de l'intermédiaire français) « se trouve » dans un autre Etat membre. Cela devrait se faire dans le cadre de la règle PRIMA car le considérant 27 du REI dispose que des « dispositions particulières » de la directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1999 sur le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres (JO L 166, 11.6.1998, p. 45) supplantent les règles générales du REI et l'art. 9(2) de cette Directive qui adopte le principe PRIMA.

[18] De ce fait, si les conditions d'une action paulienne étaient remplies en vertu de la *lex concursus* – mais non pas de la loi PRIMA (par exemple, la période suspecte est plus courte dans la première que dans la dernière), le droit du créancier bénéficiaire resterait protégé. Si d'un autre côté, la loi PRIMA permet de contester l'action, les mesures appropriées pour annuler l'acquisition ou le transfert du droit détenu sur le compte peuvent être prises.

de conflit de lois[19]. Par conséquent, il a été avancé qu'une clause telle que l'article 13 ne pourrait plus être applicable car la Convention exclut toute règle de conflit de lois de son champ de désignation. Pour éviter tout malentendu à cet égard et pour garantir que l'article 7(2) ne fais pas obstacle à l'application des règles pertinentes du REI (et en particulier à l'art. 13), il peut être souhaitable de préciser (éventuellement dans le Rapport explicatif) que *l'article 9 de la Convention de La Haye n'exclut pas la désignation de dispositions relatives aux conflits de lois à l'article 7.* L'autre moyen de résoudre ce problème pourrait être *d'apporter l'amendement mineur suivant, à la phrase d'introduction de l'article 7(2) : « La présente Convention ne porte pas préjudice à l'application de toute règle matérielle ou procédurale d'insolvabilité se rapportant [...].* » Cette formulation évite toute référence au terme « droit », ce qui de ce fait, *rend l'article 9 inopérant en ce qui concerne l'article 7*[20].

***

Article 7 of the future Hague Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary (as contained in the June 2002 preliminary draft, Prel. Doc. No 15):

Some initial explanatory comments*

I. *Introduction: the issue at stake*

Article 7 addresses the delicate question of the effects of an insolvency proceeding on a disposition (in particular the grant of a security interest) whose proprietary aspects are governed by the substantive law of the PRIMA jurisdiction. This is a crucial issue, as the ultimate question with respect to any security interest (*e.g.*, a pledge) is its efficacy in the event of the debtor's insolvency. This being said, despite the critical importance of the issue at stake, one has to stress that States have always been very sensitive to any possible intrusion into their domestic insolvency law regime. It is against this background that the Permanent Bureau has deliberately emphasised from the very beginning of the work relating to this project that the proposed Convention should – to the extent possible – not interfere with national insolvency rules.[1] This Memo seeks to further describe the relationship between PRIMA and the *lex concursus* (*i.e.*, the law governing the insolvency): in other words, which of the issues arising in an insolvency proceeding are governed by the PRIMA law and which are governed by the *lex concursus*?[2]

As indicated by the opening words of its first paragraph, Article 7 envisages a situation where the *lex concursus* (*i.e.*, the law governing the insolvency) is *different* from the law governing the proprietary aspects of a disposition (*i.e.*, the PRIMA law designated by Art. 4 or, as the case may be, Art. 5 of the Convention). *The basic question at stake is whether and to what extent the pre-insolvency rights established in favour of a creditor (e.g., a pledgee) in accordance with the PRIMA law are upheld in the insolvency procedure.* There is therefore a crucial distinction to be kept in mind when it comes to examining the potential impact of insolvency law on security interests previously acquired by a creditor from the debtor: (a) the *recognition* (respect) of the rights acquired, and (b) the *position* (effects) of the rights in the insolvency.

The proposed Convention distinguishes and addresses both these essential issues in Article 7. Paragraph 1 deals with the first issue, *i.e.*, the recognition of the rights acquired in accordance with a law different from the *lex concursus*. The presence of two legal orders raises a preliminary question: which law governs the validity of that acquisition? The *lex concursus* or PRIMA? Under the proposed Article 7(1), this preliminary question is solved in accordance with the *PRIMA* law. In other words, this is not a matter for the *lex concursus*: the substantive rules of the PRIMA law determine whether or not the creditor has acquired a valid interest. According to the distinction mentioned above, once this preliminary question has been solved, a second question arises: what is the position of the right so acquired in the insolvency procedure? Under the proposed Article 7(2), this is a *not* a matter for the PRIMA law anymore; this question is outside the scope of the Convention and has to be addressed by the insolvency judge in accordance with its insolvency regime.

These two crucial issues addressed in Article 7 will be further examined in the following comments.

II. *Article 7(1): Recognition of validly acquired interests*

Article 7(1) is based on the general concept that *an interest validly acquired under PRIMA should be recognised in insolvency proceedings.* In other words, the insolvency judge may not refuse to recognise the validity of a proprietary right merely because this right had not (also) been created or perfected in accordance with the *lex concursus*.[3] This general principle, however, is subject to important qualifications, the scope of which raise delicate policy issues which are discussed further below. The basic effects of these qualifications is to ensure that although PRIMA governs the existence of the proprietary right, it is left to the *lex concursus* to determine the extent to which the secured party can actually use its right in the insolvency proceeding.

The approach taken in Article 7(1) is inspired by the *UNIDROIT Convention on International Interests in Mobile Equipment* (hereinafter referred to as the UNIDROIT Convention), as adopted at a Diplomatic Conference held in Cape Town in November 2001 (see its Art. 30(1) and

[19] L'art. 9 précise en effet que le terme « loi » employé dans la Convention désigne la loi en vigueur dans un Etat, *à l'exclusion des règles de conflit de lois.*

[20] Ce problème ne semble pas se poser dans la version française de la Convention : alors que l'art. 9 utilise le terme « *loi* » équivalent au anglais « law », l'art. 7 ne fait aucune référence à ce terme et renvoie à une « *règle de droit* ». De ce fait, dans la version française de la Convention, l'art. 9 n'a pas d'effet en ce qui concerne l'art. 7. La deuxième suggestion proposée reviendrait, en fait, à aligner la formulation anglaise sur le texte français.

* *The basic purpose of this Memorandum is to describe in general terms the Permanent Bureau's view on the basic functioning of Art. 7 as contained in Prel. Doc. No 15. The Memorandum also addresses more specific concerns that have been raised by a number of European experts in relation to certain European Community instruments. As it is most likely that the concerns addressed might, at least in a general form, also be relevant for other States in relation to their national and / or regional legislations, we hope that the explanations contained in this Memo are also of assistance to these other States.*

This Memorandum does not address the issue of whether the scope of Art. 7 should be limited to the insolvency of an account holder, thereby excluding from its scope the insolvency of an intermediary (on this issue, see in particular the comments by Denmark, which are reflected in Prel. Doc. No 18 (version dated 12 November 2002). This issue will be discussed at the Diplomatic Session in December 2002.

[1] See *e.g.*, Prel. Doc. No 1, pp. 17-19.

[2] Art. 7 of the June 2002 preliminary draft Convention reads as follows:
"(1) The opening of an insolvency proceeding under a law other than the law applicable under Article 4 or, as the case may be, Article 5 does not affect –
(a) the determination of issues specified in Article 2(1) in respect of securities that have been credited to a securities account; or
(b) a disposition of securities held with the relevant intermediary that has been perfected in accordance with the law of the State of the place of that intermediary.
(2) Nothing in this Convention affects the application of any rules of substantive or procedural insolvency law relating to –
(a) the ranking of categories of claim or the avoidance of a disposition as a preference or a transfer in fraud of creditors; or
(b) the enforcement of rights after the opening of an insolvency proceeding."

[3] The usage of the perfect past tense in Art. 7(1) is designed to ensure that the provision only applies if the crediting of the securities (sub-para. (a)) or the perfection of the disposition (sub-para. (b)) has occurred *before* the opening of the insolvency proceeding.

Doc.trav./Work.Doc. Nos 1-4

(2)).[4] This approach acknowledges that the creation, validity and scope of proprietary rights (rights *in rem*) should be governed by their own applicable law (in general, the *lex rei sitae*, or, more specifically in the context of indirectly held securities, PRIMA). This is perfectly sensible, as rights *in rem* can only properly fulfil their function if the question of their valid creation cannot be more affected by the opening of insolvency proceedings in other States than it would be by the opening of national insolvency proceedings, *i.e.*, proceedings governed by the rules of the legal system which created the proprietary rights at the first place.

As a final point, one may add that if the ultimate wording of the Convention's core provision, *i.e.*, Article 4, does not refer to the law of the State of the place of the intermediary (this reference has indeed been dropped in all of the Options of Art. 4(1) in Prel. Doc. No 15), Article 7(1)(b) will have to be amended accordingly.[5] The latter provision could then either refer to the "applicable law designated under this Convention" or repeat the wording in the chapeau of Article 7(1) so as to say "perfected in accordance with the law applicable under Article 4 or, as the case may be, Article 5".

III. *Article 7(2): the qualifications*

In the June 2002 preliminary draft of Article 7, the principle stated in paragraph 1 is subject to two important qualifications embodied in paragraph 2, which will be explained in the following comments. The first part of these comments (A) will briefly describe the approach currently taken in Article 7(2). The second part (B) will then summarise previous discussions on another approach initially suggested by a minority of experts; although this other approach has not been adopted in the preliminary draft Convention, its presentation is important for the overall understanding of the provision. The Memorandum will then present an in-depth analysis of the relationship and interaction between the Hague Convention and the relevant instruments adopted by the European Community, in particular the European Insolvency Regulation (C), as this question has been extensively discussed and examined during both the formal and informal working process that accompanied the negotiation of the Hague Convention.

A. *The approach taken*

Article 7(2) of the June 2002 draft of the future Hague Convention aims at:

(a) preserving certain rules relating to insolvency proceedings such as the *ranking of categories* of claims and *avoidance rules*; and

(b) avoiding interfering with rules relating to the *enforcement* of real rights or security interests after the opening of an insolvency proceeding.

At the outset, one may note that this approach is again similar to Article 30(3) of the UNIDROIT Convention.[6] The language in the Hague Convention, however, seems to be more explicit, in that *Article 7(2)(a) not only expressly preserves rules of the lex concursus relating to the avoidability of fraudulent transfers and preferences* (*e.g.*, where, on the eve of insolvency, the debtor grants an interest to a creditor which gives the latter an unfair preference at the expense of other creditors), *but also insolvency rules which may declare that certain types of claims should have priority over any other interest (e.g., wages and taxes).*[7] The latter is not the case in the equivalent Article 30(3)(a) of the UNIDROIT Convention, which explicitly only refers to avoidance rules.

Furthermore, to ensure that reorganisation or bankruptcy proceedings do not collapse (because, for example, a secured party seizes crucial assets), Article 7(2)(b) is designed to subject the security interest to such procedures (*e.g.*, a stay).

With a view to avoid any misunderstanding, we would like to stress that the reference in Article 7(2) of the Hague Convention to the effect that nothing in the Convention *"affects"* the application of avoidance and other insolvency rules is to be understood as a statement that the *Convention does not deal with the law applicable to these issues and, as a consequence, has no impact in these matters.*

B. *The further suggestion of expanding PRIMA to the detriment of the lex concursus*

Already in January 2001, the clear majority of experts agreed with the principles and policy described above. Another group of experts, however, questioned the qualifications in paragraph 2 of the Hague Convention and its result of submitting the position of the security interest in insolvency proceedings to the *lex concursus*. In other words, in this minority's opinion, *the reservations contained in paragraph 2 in favour of insolvency rules would be too far-reaching.* Instead, these experts suggested that the effects of paragraph 2 be limited and that *the effects of a creditor's proprietary rights be determined exclusively in accordance with PRIMA.*

This approach, which obviously would have expanded the effects of PRIMA to the detriment of the *lex concursus*, has not been adopted in the preliminary draft Convention. The suggestion was largely inspired by European instruments, in particular the European Insolvency Regulation or EIR (see the comments below under C.2. on Art. 13 of the EIR). However, the general feeling of the majority of experts involved in the Hague project has always been that the focus of the proposed Convention should remain on providing a clear conflict of laws rule in accordance with PRIMA and that it might be worthwhile not to be too ambitious on insolvency issues so as not to lose sight of the principal aim of the project. *This being said, it is important to stress that it does by no means follow from the decision not to implement this specific feature of the (regional) European regime at the international level that the Hague draft becomes inconsistent with the European legislation.* It merely means that what was agreeable among the European Union Member States (with the excep-

[4] Art. 30(1) and (2) of the UNIDROIT Convention read as follows:
"1. In insolvency proceedings against the debtor an international interest is effective if prior to the commencement of the insolvency proceedings that interest was registered in conformity with this Convention.
2. Nothing in this Article impairs the effectiveness of an international interest in the insolvency proceedings where that interest is effective under the applicable law."
According to our knowledge, Art. 30 of the UNIDROIT Convention was approved unanimously at the Diplomatic Conference in Cape Town. *This should be borne in mind when the equivalent provision of the Hague Convention (Art. 7) is examined as to its compatibility with regional instruments, such as the European Insolvency Regulation, or with national legislation.*

[5] See the comments by Australia and Portugal, Prel. Doc. No 18 (version dated 12 November).

[6] Art. 30(3) of the UNIDROIT Convention reads as follows:
"3. Nothing in this Article affects:
(a) any rules of law applicable in insolvency proceedings relating to the avoidance of a transaction as a preference or a transfer in fraud of creditors; or
(b) any rules of procedure relating to the enforcement of rights to property which is under the control or supervision of the insolvency administrator."

[7] During the formal negotiations, several experts stated that in their respective jurisdictions such insolvency rules would have a public policy character and hence would have to prevail over any other interest, see in particular Prel. Doc. No 2, p. 115.

Doc.trav./Work.Doc. Nos 1-4

tion of Denmark) – *i.e.*, to have the law governing the "detrimental act" (heading of Art. 13 of the EIR) trumping the *lex concursus* in certain circumstances – could not be transposed as such at the international level. This is a perfectly understandable result, if one acknowledges that the approach taken in the EIR, which is to the detriment of the *lex concursus*, requires a higher degree of legal integration which exists at the regional European Union level, but which is lacking on the global scale. *However – and most importantly – the fact that the Hague Convention does not "affect" avoidance and other insolvency rules merely means that the Hague regime has 'no effect' on the specific regime established by the EIR and that therefore the latter will continue to be applicable in the European Union Member States where it is in force (see the comments below under C.(2)).*

Before analysing in more detail the relationship between the proposed Hague regime and the EIR, it is worth mentioning that the relevant provision in the Hague draft (Art. 7(2)) is again more explicit in its formulation than the UNIDROIT Convention, as it expressly specifies that not only *procedural* insolvency rules are preserved (as is the case in the UNIDROIT Convention), but also *substantive* insolvency rules. We do not believe that this difference in drafting is intended to reflect an actual difference in the meaning between these two instruments; the reason why the draft Hague Convention refers to both expressions (*i.e.*, procedural *and* substantive rules of insolvency) is merely that various experts pointed out that the actual nature of the rules at stake are characterised as procedural rules in some systems and as substantive rules in others. In other words, the Hague draft seems to take into account the need to ensure that the reservation in favour of the insolvency law be large enough in scope and not artificially restricted by different meanings of the concepts of procedural or substantive rules. This seems to be particularly important for *avoidance* rules, which might be considered procedural rules in some systems and substantive rules in others.

C. *The European instruments, in particular the European Insolvency Regulation*

(1) *An overview*

There are a number of European instruments that are of relevance to the issues addressed in this Memo. First, one has to mention the *Council Regulation (EC) No 1346/2000 of 29 May 2000 on insolvency proceedings* (hereinafter referred to as the EIR),[8] which entered into force on 31 May 2002. The EIR has been adopted with a view to developing more uniform procedures that will avoid incentives for the parties to transfer assets or judicial proceedings from one Member State to another in order to obtain a more favourable legal position. Similar provisions on the issues relevant to this Memorandum are also contained in *the Directive 2001/17/EC of the European Parliament and of the Council of 19 March 2001 on the reorganisation and winding-up of insurance undertakings,*[9] *and in the Directive 2001/24/EC of the European Parliament and the Council of 4 April 2001 on the reorganisation and winding up of credit institutions.*[10] The following comments will focus in particular on the EIR, as the regimes established by the other instruments are very similar to the one contained in the EIR. In addition, the EIR has been the most actively discussed European instrument during the formal and informal working process relating to this Hague project.

[8] OJ L 160, 30.6.2000, p. 1.
[9] OJ L 110, 20.4.2001, p. 28; see in particular Art. 20.
[10] OJ L 125, 5.5.2001, p. 15; see in particular Art. 21. This Directive is important in the context of an intermediary's insolvency.

The EIR applies "to collective insolvency proceedings which entail the partial or total divestment of a debtor and the appointment of a liquidator" (Art. 1(1)). It applies equally to all proceedings, whether the debtor is a natural person or a legal person, a trader or an individual. However, it does *not* apply to insolvency proceedings concerning *insurance undertakings, credit institutions, investment undertakings which provide services involving the holding of funds or securities for third parties, and collective investment undertakings* (Art. 1(2)). This means that in practice, the EIR will not be applicable in a significant number of cases of an intermediary's insolvency in the sense of the Hague Convention, with the notable exception of a *broker* insolvency for which the EIR might be applicable.

The EIR's solutions rely on the principle of opening proceedings with *universal* scope before the courts of the Member State where the debtor has his centre of "main interests" (Art. 3(1)); in the case of a company or legal person, this is the place of the registered office, in the absence of proof to the contrary.[11] *Secondary* proceedings may be opened subsequently to liquidate assets located in another Member State where the debtor has an establishment (Art. 3(2)); these secondary proceedings are restricted to the assets of the debtor located in the other Member State). The substantive law of the Member State in which proceedings are opened determines all the effects of those proceedings (Art. 4; conditions for the opening of the proceedings, their conduct and closure, questions of substance such as the definition of debtors and assets, the ranking of categories of claims, the effects of proceedings on contracts, individual creditors, claims, etc.). However, *according to Article 5(1) of the EIR, the rights in rem of third parties in respect of the debtor's assets located in another Member State are not affected by the opening of an insolvency proceeding in another Member State* (see further comments on this issue below).[12] This immunisation, however, is only partial, as the liquidator may request secondary proceedings to be opened in the State where the assets are located if the debtor has an establishment there. Finally, decisions rendered by the court with jurisdiction over the main proceedings are, in principle, recognised immediately in the other Member States without further scrutiny (Art. 16).

(2) *Articles 5 and 13 EIR in particular*

As already mentioned, Article 5(1) of the EIR excludes from the effects of the proceedings rights *in rem* of third parties and creditors in respect of assets belonging to the debtor, which, at the time of the opening of proceedings, are "situated" within the territory of another Member State. However, the EIR does not fully "immunise" rights *in rem* against the debtor's insolvency.[13] According to Article 5(4), the principle of protection embodied in paragraph 1 shall not preclude actions for voidness, voidability or unen-

[11] Recital 13 of the EIR contains a description of the concept of "centre of main interests".
[12] Art. 5(1) of the Regulation reads as follows: "The opening of insolvency proceedings shall not affect the rights *in rem* of creditors or third parties in respect of tangible or intangible, moveable or immoveable assets – both specific assets and collections of indefinite assets as a whole which change from time to time – belonging to the debtor which are situated within the territory of another Member State at the time of the opening of proceedings."
[13] The EIR does not define what "rights *in rem*" are. If it were to impose such a definition, it would indeed run the risk of describing as rights *in rem* legal positions which the law of the State where the assets are located does not consider to be rights *in rem*, or of not encompassing rights *in rem* which do not fulfil the conditions of that definition. Hence, the classification of a right as a right *in rem* must be sought in the national law which, according to the general conflict of laws principles, governs rights *in rem* (*i.e.*, in general, the *lex rei sitae*, or in the context of indirectly held securities, the PRIMA jurisdiction). Furthermore, the EIR does not contain specific rules as to the location of rights *in rem* when these rights are reflected by mere book entries (see, however, Art. 2(g) of the EIR).

Doc.trav./Work.Doc. Nos 1-4

forceability as referred to in Article 4(2)(m). *This is precisely the system The Hague and UNIDROIT Conventions have also adopted: actions for voidness, voidability or unenforceability are not affected by these two instruments. Accordingly, under these two instruments, it is left to the law of the forum to determine the rules applicable to these actions, and in particular whether they are governed by the lex concursus or by another law.*

Article 5(4) of the EIR, however, has to be read in conjunction with Article 13 of the EIR. Article 13 is indeed crucial, as it states that the possibility of an action for voidness, voidability or unenforceability under the *lex concursus*

"shall not apply where the person who benefited from an act detrimental to all creditors provides proof that:

– the said act is subject to the law of a Member State other than that of the State of the opening of proceedings, and

– that law does not allow any means of challenging that act in the relevant case."

This provision represents a defence against the overriding application of any provision of the *lex concursus* invalidating a collateral taker's (*e.g.*, a pledgee's) interest in circumstances where it is not possible to invoke a corresponding invalidating provision under the "law applicable to the detrimental act".[14] This mechanism is said to be "easier to apply than other possible solutions based on the cumulative application of the two laws" and to "uphold legitimate expectations of creditors or third parties of the validity of the act in accordance to the normally applicable national law, against interference from a different '*lex concursus*' ".[15]

Hence, Article 13 of the EIR pushes the predominance of the law applicable to the detrimental act over the lex concursus further than in the UNIDROIT and Hague Conventions, neither of which contains an equivalent provision. It has to be stressed once more, however,[16] *that this does by no means imply that the Hague Convention (and the UNIDROIT Convention for that matter) are not compatible with the EIR. Article 7(2) of the Hague Convention ensures that rules on avoidance and other insolvency provisions are not affected, which means that each State's regime applicable in this matter continues to apply, including – where applicable – the regime provided for by the EIR.* The Hague Convention remains "neutral" in this respect and, in particular, *cannot be viewed as allowing for the application of avoidance rules which would not otherwise be applicable.*

(3) *Example and suggestion for a slight amendment to Article 7(2)*

The following *example* is intended to show how the EIR will continue to apply in the European Union Member States where it is in force.

Let us assume that Italian Investor provides Swiss, Japanese and United States securities it holds with a French subsidiary (*i.e.*, an entity with its own legal personality) of a German Bank as collateral by way of pledge to Finnish Bank. Finnish Bank perfects its rights according to French law (let us assume this is the PRIMA law pursuant to Art. 4 of the future Hague Convention). Shortly after, Italian Investor enters insolvency in Italy.

In such a scenario, the Italian insolvency judge or administrator will first have to determine whether Finnish Bank obtained a perfected interest in the securities. Assuming that the Hague Convention is in force in Italy, the insolvency judge will apply Article 4 and turn to French law to assess whether Finnish Bank fulfilled all the perfection requirements of French law. Article 7(1) will ensure that the judge does not apply another conflict of laws provision than Article 4 to address this first question; the effect of this provision is that the pre-insolvency right created in favour of Finnish Bank under PRIMA will be recognised by the Italian insolvency judge. So far, the result would be exactly the same under Article 5(1) of the EIR.[17] Hence, no problem of compatibility arises.

It is most likely that the Italian insolvency judge will then have to verify (either at the request of Italian Investor's general creditors or *sua sponte*) whether the interest granted to Finnish Bank falls within the suspect period or is voidable for any other reason. Article 7(2) of the Hague Convention provides that these questions are left to the "rules of substantive or procedural insolvency law". But which are these rules? For an Italian insolvency judge, these rules will be the ones designated by the EIR, in particular by its Article 13. This will protect Finnish Bank against the overriding application of any provision of the Italian *lex concursus* invalidating Finnish Bank's interest in circumstances where it is not possible to invoke a corresponding invalidating provision under the law of the French PRIMA jurisdiction.[18] This result applies at least as long as the French PRIMA law is also the 'law applicable to the detrimental act' according to Article 13 of the EIR. If the law applicable to the detrimental act were, let's say, Swedish law and Swedish law would allow for avoidance, then the act (disposition) would become voidable under the *lex concursus*.

Finally, it was brought to the attention of the Permanent Bureau that the exclusion of renvoi in Article 9 of the Hague Convention could possibly affect the application of important rules of the EIR, such as Article 13 which operates as a conflict of laws clause.[19] Hence, it was argued a clause such as Article 13 could no longer be applicable as the Convention excludes from its scope of designation any conflict of laws rule. In order to avoid any misunderstandings in this respect and to guarantee that Article 7(2) does not impede the application of relevant rules of the EIR (and in particular its Art. 13), one may wish to clarify (possibly in the Explanatory Report) that *Article 9 of the Hague Convention does not exclude the designation of conflict of laws provisions under Article 7.* Another way to resolve this issue may be to *slightly amend the opening*

[14] One may note that the reference in Art. 13 of the EIR to the "law applicable to the detrimental act" is not further specified. In particular, it is not clear whether this refers to the law governing the contractual rights or the proprietary rights of the parties to the "detrimental act".

[15] These quotations are from the *Explanatory Report on the European Convention on Insolvency Proceedings* prepared by Prof. Virgós (Spain) and Mr Schmit (Luxembourg). In essence, the EIR is a mere transcript of the Convention and hence the Explanatory Report may still be consulted with benefit.

[16] See *supra*, p. 391.

[17] Art. 5 of the EIR would in fact require the judge to determine whether Finnish Bank's right (which is reflected on the books of the French intermediary) is "located" in another Member State. This would have to be made under the PRIMA rule, as recital 27 of the EIR states that the "special provisions" of the *Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems* (OJ L 166, 11.6.1998, p. 45) take precedence over the general rules of the EIR and Art. 9(2) of the Finality Directive adopts the PRIMA principle.

[18] Accordingly, if the conditions for an *actio pauliana* would be fulfilled under the *lex concursus*, but not under the PRIMA jurisdiction (because, for example, the suspect period is shorter in the latter than in the former), the collateral taker's interest would remain protected. If, on the other hand, the PRIMA jurisdiction's law does allow for the act to be challenged, the appropriate steps may be taken to set aside the acquisition or disposition of the account right concerned.

[19] Art. 9 does indeed specify that the term "law" used in the Convention means the law in force in a State *other than its choice of law rules.*

words of Article 7(2) so that they would read: "Nothing in this Convention affects the application of any substantive or procedural insolvency rules relating to [...]." This wording avoids any reference to the term "law" which as a result *renders Article 9 inoperative with regard to Article 7.*[20]

No 2 – Proposal of the Observers for UNIDROIT

COMMENTS ON THE DRAFT CONVENTION ON THE LAW APPLICABLE TO CERTAIN RIGHTS IN RESPECT OF SECURITIES HELD WITH AN INTERMEDIARY

The International Institute for the Unification of Private Law (UNIDROIT) congratulates the Permanent Bureau, the Group of Experts, the Working Group and its Drafting Committee which, in a very short period of time, have laid the foundations for a successful outcome of the Diplomatic Session which is to adopt the draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary.

As the Report (Prel. Doc. No 1 of November 2000), commonly known as the *Bernasconi* Report, emphasises, the creation of a reliable conflict-of-laws framework will be an enormous step forward but, once that objective has been reached, there will be more – and many say, more difficult – work ahead of us, work on the modernisation and harmonisation of the *substantive law* governing, in particular, the taking of security in securities. We know, for example, that the determination of the applicable law may not lead to any solution at all because many legal systems do not have any or only rudimentary and/or outdated substantive rules.

As we indicated in a statement during the first meeting here, on 12 January 2001, preparations in this respect were under way at UNIDROIT and I am pleased to inform the delegations that, following our usual procedure, a Study Group, under the chairmanship of Dr B. Sen, member of the UNIDROIT Governing Council from India, has been convened and has held its first session in September 2002.

While the precise scope of the project has not yet been defined, the preliminary list of 14 items to be considered ranges from the substantive requirements and the procedure for the creation and perfection of an interest in securities held with intermediaries to the extension of an interest in securities, from priorities to the effects of upper-tier attachment, from the duties of the intermediary to the account holder, the security taker and third parties to the transfer, in particular but not only for purposes of the provision of collateral. Internal soundness or workability and international compatibility of individual national systems, improved lenders' and investors' protection are the objectives of the Study Group's work.

The Study Group and the Secretariat were pleased that Dr Bernasconi was able to attend the meeting for the Hague Conference. This, as well as the fact that no fewer than four of the fathers of the draft Hague Convention are also serving on the UNIDROIT Study Group, ensures a seamless flow of expertise from one project to the next. We are looking forward to seeing the successful completion of the work before this Diplomatic Session and to continuing perfect co-operation between our Organisations.

[20] This problem does not seem to exist under the French version of the Convention: while Art. 9 uses the term *"loi"* equivalent to "law", Art. 7 is drafted without any reference to this term and instead refers to a *"règle de droit"*. As a result, in the French version of the Convention, Art. 9 is not operative with regard to Art. 7. The second suggestion made in the text would in fact align the English wording with the French text.

No 3 – Proposal of the delegation of Malaysia

INTRODUCTION

This Working Document is prepared as an explanatory note to the proposal by Malaysia to have the definition of "securities" in the Hague Convention on indirectly held securities amended to include Islamic financial instruments. This document seeks to provide a brief explanation of Islamic financial instruments from the perspective of the Malaysian experience.

In Islam, usury or interest is prohibited but trade is allowed. The *Qur'an* forbids usury in the strongest term but encourages trade –

"Those who devour usury do not stand except as one stands whom Satan has confounded with his touch: for they say, "buying and selling is like usury" – while ***God has made buying and selling lawful and usury unlawful.*** *" [2:275–276]*

Hence, generally the Islamic financial instruments are trade instruments or based on the principle of trade.

General Description

Islamic financial instruments are financial instruments issued in compliance with Islamic principles such as no element of usury (*riba'*), high degree of uncertainty (*gharar*), or gambling (*maysir*). In general, the main difference between conventional and Islamic financial instruments is that interest cannot be charged in the Islamic financial instruments. Rather the instruments are structured using other acceptable means such as sale / lease (*Ijarah*[1] bond), sale / buy back or profit participation (*mudharabah*[2] or *muqaradah* bond).

In Malaysia, examples of Islamic financial instruments are Islamic accepted bills (IABs), and Islamic public and private debt securities.

Islamic Acceptance Bills (IABs)

The IAB is a fully Islamic instrument, created based on Islamic principles, utilized for trade financing activities using the funds from the Islamic Banking Scheme. In the primary market, Green Bas / IABs are drawn on and accepted by the bank to finance businesses permissible under the *Syariah* principles. They are created based on deferred lump sum payment or *Murabahah*[3] concept. In the secondary market, Green Bas / IABs are traded based on the concept of *Bai Al-Dayn*[4] or debt trading.

Islamic Government securities

(a) *Government Investment Issues*

The Government Investment Issues (GIIs) were introduced in July 1983. The GII is a Domestic Ringgit Islamic bond

[1] Ijarah contract refers to an arrangement under which the lessor leases equipment, building or other facility to a client at an agreed rental against a fixed charge, as agreed by both parties.

[2] Mudharabah contract refers to an agreement made between a party who provides the capital, and another party (entrepreneur), to enable the entrepreneur to carry out business projects, which will be on a profit sharing basis, according to a pre-determined ratios agreed upon earlier. In the case of losses, the losses are borne by the provider of the funds.

[3] Murabahah refers to the sale of goods at a price, which includes a profit margin as agreed to by both parties. Such sales contract is valid on the condition that the price, other costs and the profit margin of the seller are stated at the time of the agreement of sale.

[4] Bai' Al-Dayn refers to debt financing, *i.e.*, the provision of financial resources required for production, commerce and services by way of sale/purchase of trade documents and papers. Only documents evidencing real debts arising from bona fide merchant transactions can be traded.

issued by the government of Malaysia to finance the development expenditure. However, unlike the conventional Government securities, the GIIs do not have a predetermined rate of interest. It was previously issued based on the concept of *Qardhul Hasan*[5] or benevolent loan. Under this principle, the purchase of GIIs by any institution or individuals was considered as a benevolent loan to the Government to enable the Government to undertake developmental projects for the benefit of the nation. The providers of the funds (institution or individuals) would not expect any return on their loans but would expect the principal amount to be returned at maturity. The rate of return, if any, would be at the absolute discretion of the borrower, that is, the Government. GIIs are now structured based on *Al-Bai Al-Inah* concept whereby the government undertakes to sell an asset on cash basis and subsequently will buy back the same asset at a higher price, which is normally at par on credit basis. Through the sale and purchase transaction, a debt is created. This debt is then securitised through the issuance of GIIs. The GIIs are traded in the secondary market based on the concept of *Bai al-Dayn* or debt trading. In addition, the Central Bank of Malaysia issues short-term papers, *i.e.*, Bank Negara Negotiable Notes, based on similar concept.

(b) *Sukuk Al-Ijarah Trust Certificates*

In the international market, the Malaysian Government has also issued USD 600 million *Sukuk Al-Ijarah* Trust Certificates using sale and lease concepts. The Certificates were issued by Malaysia Global Sukuk Inc. (MGS), a Labuan incorporated special purpose vehicle owned by The Minister of Finance, a body corporate established under the Ministry of Finance (Incorporation) Act 1957 of Malaysia. The proceeds of the issue were used to finance the purchase of the beneficial title to four (4) parcels of land located in and around Kuala Lumpur. MGS then leased the parcels of land to the Government of Malaysia under a lease (*Ijarah*) agreement with semi-annual rental payments for a period of five (5) years. The rental payments will then be used to meet the periodic distribution due on the Certificates. The lease agreement commenced on 3 July 2002 up to the scheduled dissolution date of July 2007. The Government of Malaysia undertakes to reacquire the land at the end of the lease period.

Islamic Private Debt Securities (IPDS)

The IPDS is one of the components in the overall capital market in Malaysia. The IPDS has functioned as a parallel market to the conventional private debt securities for fund seekers and providers, and has played a complementary role to the Islamic banking system in broadening and deepening the Islamic financial markets in Malaysia. IPDS may be structured under various Islamic concepts. The first IPDS issued in Malaysia was in 1990 by Shell MDS Sdn. Bhd. based on the concept of *Bai' Bithaman Ajil* for a value of RM75 million for a tenure of 5 years and another RM50 million for the tenure of 8 years. This was followed by another issue structured along the concept of *Musyarakah Mutanaqisah* by Sarawak Shell Bhd in 1991. New issuance of IPDS has been growing since then with many corporate bodies entering the market for mobilizing funds through the issuance of IPDS.

[5] Qardhul Hasan refers to an interest free loan whereby the borrower is only required to repay the principal amount borrowed. However, he may pay an extra amount at his absolute discretion, as a token of appreciation.

No 4 – Proposition de l'observateur de la Fédération bancaire française – Proposal of the Observer for the Fédération bancaire française

Projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

Consensus des banques françaises[1]

Le projet de Convention proposé par la Conférence de La Haye est salué par l'ensemble des professions financières françaises : en sécurisant l'environnement juridique, cette Convention permettra, une fois adoptée, de développer l'utilisation transfrontalière des garanties sur titres et, par là-même, de renforcer les marchés financiers internationaux. La FBF constate avec satisfaction qu'après deux années de discussions et de négociations internationales, le processus d'élaboration de ce texte est en voie de finalisation : la Conférence diplomatique se tiendra du 2 au 12 décembre prochain. Un point reste toutefois à régler d'ici-là : celui des critères permettant aux parties de déterminer la loi applicable à la garantie sur titres.

Pour tenter d'apporter une réponse à cette question, deux options (dites « A » et « B ») sont proposées par l'article 4 du projet de Convention contenu dans le Document préliminaire No 15 : ces deux options reposent sur le même fondement du choix des parties au contrat de conservation de titres à cette différence près que l'option A s'en remet au choix des parties comme désignant le droit applicable aux éléments énumérés à l'article 2(1) tandis que l'option B désigne le lieu de tenue du compte de titres encadré comme l'option A par des critères de réalité de tenue de compte. En vue de refléter les résultats des divers ateliers de discussions organisés par le Bureau Permanent en juin et juillet de cette année, une option dite « A+ » a été préparée (voir Doc. prél. No 16) ; elle retient le principe du choix des parties (options A et B), mais le tempère par une dose de « réalité ». De même que cette option A+ paraît fédérer un consensus international, elle semble également autoriser un compromis entre les différentes parties prenantes françaises (banques commerciales, Banque de France, Trésor, Chancellerie).

Afin de permettre aux banques françaises de se rallier rapidement au consensus international en faveur de l'option A+, la FBF propose au Bureau Permanent de la Conférence de La Haye de mieux prendre en compte les intérêts du métier de la conservation de titres. Cela passerait par une modification de l'article 2 du projet de Convention (voir annexe 1) afin qu'y soit expressément affirmé le principe selon lequel la Convention ne peut pas avoir pour conséquence de remettre en cause les droits que les teneurs de compte-conservateurs tiennent de leurs législations nationales. Cette modification de l'article 2(1) du projet de Convention utilisant le terme « office », la définition de cette notion est ajoutée à l'article 1(1) (voir annexe 2).

Par ailleurs et sous réserve que cette proposition soit compatible avec la notion de transfert de propriété à titre de garantie dans les droits des autres Etats, les banques françaises souhaitent que la portée de la Convention soit limitée aux constitutions de sûretés avec ou sans dépossession et aux transferts de propriété à titre de garantie. En effet, le maintien de l'expression « pur et simple » dans cette définition aurait pour conséquence d'englober dans le périmètre de la Convention tous les transferts de propriété de titres (suite, notamment, à leur cession de gré à gré ou à leur négociation sur un marché). La notion de « transfert » définie à l'article 1(1) ne devrait donc pas viser le transfert de propriété pur et simple des titres.

[1] These comments will be included in the publication of Prel. Doc. No 18 in the *Actes et documents de la Dix-neuvième session* / Proceedings of the Nineteenth Session.

ANNEXE 1/ APPENDIX 1 (Work. Doc. No 4)

Article 2 (1)

The following clause is proposed to be inserted as a second sentence in Article 2(1):

Notwithstanding anything stated in the preceding sentence or in any other provision of this Convention, Article 1(2)(b) shall not operate to the effect that the relevant intermediary will loose the protection provided by the law (including the rules of law regarding priority of interests) of the State in which the office is located through which the relevant intermediary acts for the purposes of the account agreement.

Explanatory note

In our understanding, the Article 1(2)(b) is not intended to deprive the custodians of the legal protection which is provided to them by their home jurisdiction. Several custodians have voiced serious concerns in that regard. Therefore, a clarification as proposed above which may help to mitigate the concerns of some participants regarding Option A+.

ANNEXE 2 / APPENDIX 1 (Work. Doc. No 4)

Article 1 (1)

The following additional definition should be inserted in Article 1(1):

"office" means the head office and / or any branch office of the intermediary, and, as a matter of clarification, this term shall not include a separate legal entity such as a subsidiary or an affiliate of the intermediary;

Explanatory notes

It has become apparent during recent discussions that the term "office" may be understood in a different way. As this term is of fundamental importance for the operation of the Convention, there is a need for a definition being inserted. This may be illustrated by an example: If the parties involved in a securities transaction (*i.e.*, the intermediary, the account holder, the collateral taker, and the issuer of the securities) are located each in a different jurisdiction, it would run contrary to the objectives of the Convention if the parties were forced to inquire how the term "office" will be interpreted in the various jurisdictions. The need for a definition is all the more urgent as it may take years until the interpretation of the Convention will be cleared by the national courts.

Document de travail No 5

Working Document No 5

Distribué le mardi 3 décembre 2002

Distributed on Tuesday 3 December 2002

No 5 – Proposal of the delegation of the United States of America

Interpretation document concerning Article 7

The purpose of Article 7(1) is to ensure that the law determined under Article 4 or 5 to be applicable to the issues specified in Article 2(1), such as the perfection of a pledge or other transfer of securities held with an intermediary, does not change if the collateral provider or other transferor of securities held with an intermediary becomes the subject of an insolvency proceeding. The concern is that the presiding insolvency official might, in the absence of Article 7(1), determine that the Article 2(1) issues with respect to such a transaction are governed by the internal law of the insolvency forum or the law determined by the choice of law rules applicable in insolvency proceedings in that forum, rather than the law determined by Article 4 or 5, upon which law the parties relied pursuant to the Convention. If the opening of an insolvency proceeding results in a change of applicable law, a pledge or other transfer which is perfected under the law determined under Article 4 or 5 might, *ex post facto*, be held to not be perfected under the different law applied by the insolvency forum. Such a result would undermine the Convention, deprive transferees of acquired property rights and create unacceptable legal uncertainty for transferors and transferees of dispositions. Article 7(1) is intended to ensure that the opening of an insolvency proceeding does not lead to that result.

The preservation of applicable law determined under the Convention achieved by Article 7(1) is, of course, subject to the limits of Article 7(2). The second paragraph ensures that, despite recognition of the perfection of the transfer, the applicability of the appropriate insolvency rules regarding the ranking of categories of claims, avoidability of fraudulent transfers and preferences, and the automatic stay are preserved. Thus, the opening of an insolvency proceeding against an account holder does not change the law determined under Article 4 or 5 to be applicable to the Article 2(1) issues with respect to a pledge or other transfer of securities held with an intermediary (*i.e.*, the nature and perfected status of the pledgee's or transferee's interest), but the appropriate insolvency law will determine, for example, whether that pledge is, nevertheless, voidable as a preference or whether its enforcement is subject to an automatic stay.

As further described below, Article 7(1) preserves the applicable law with respect to the issues specified in Article 2(1) in the event of the intermediary's insolvency. However, Article 7(2) preserves the application of relevant insolvency law with respect to the satisfaction of claims of account holders and the determination of distribution rights

of and priorities among the account holders of an insolvent intermediary.

Thus, the PRIMA law determined under Article 4 or 5 will continue to apply to determine whether the account holder has a claim against its insolvent intermediary or whether a transferee from one of the insolvent intermediary's account holders has a perfected status. However, Article 7(1) does not determine whether and how the account holder or the transferee with a perfected interest is able to realise that interest, or the priority of distribution among account holders or the ranking of the positions of account holders and transferees with a perfected interest. This is because Article 7(2)(a) and (b) expressly preserves the substantive and procedural insolvency rules relating to the enforcement of rights, including an account holder's rights in the securities account and the ranking of the categories of claims of account holders and others with an interest in the securities account in the event of intermediary insolvency.

Notwithstanding, the foregoing, Article 7 applies to the Article 2(1) issues in the insolvency proceedings of all account holders, including account holders who happen themselves to be intermediaries in behalf of their own customers. The rights of pledgees or other transferees from an account holder who later becomes the subject of an insolvency proceeding are protected under Article 7(1) no less because their pledgor / transferor account holder functioned as an intermediary for others. For example, Article 7(1) does apply to the status of transferees from an intermediary (I1) in its capacity as an account holder of another intermediary (I2). If an intermediary (I1) holds securities with an upper-tier intermediary (I2) and pledges securities held with that intermediary (I2), Article 7(1) provides that the law determined under Article 4 or 5 applies to that pledge to determine the perfected status of the pledge, even when the pledgor intermediary (I1) becomes insolvent. This has nothing to do with the rights among the account holders of the now-insolvent intermediary I1, who compete with each other for what is left in the insolvency estate or mass in the event of a shortfall, under the law applicable in the insolvency; that competition must be distinguished from the determination of the perfected status of the pledgee / transferee from I1, which is determined under the law applicable under Article 4 or 5.

Distribué le mardi 3 décembre 2002

No 6 – Proposition du Comité de rédaction

Article 19 Rang entre droits acquis antérieurement et postérieurement à l'entrée en vigueur de la Convention

Dans un Etat contractant, la loi applicable en vertu de cette Convention détermine le rang d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire acquis avant l'entrée en vigueur de la Convention pour cet Etat et un droit acquis postérieurement à l'entrée en vigueur de la Convention pour cet Etat.

Article 20 Interprétation des conventions de compte conclues antérieurement à la Convention

(1) Toute référence dans cette Convention à une convention de compte comprend les conventions conclues avant l'entrée en vigueur de la présente Convention conformément à l'article 17, paragraphe premier.

(2) Les dispositions suivantes s'appliquent exclusivement à une convention de compte qui

(a) a été conclue avant l'entrée en vigueur de la présente Convention conformément à l'article 17, paragraphe premier, et qui

(b) ne contient pas d'accord exprès, ou un accord résultant de manière implicite des dispositions du contrat pris dans son ensemble, sur la loi régissant les questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier.

(3) Un accord exprès ou résultant de manière implicite des dispositions du contrat pris dans son ensemble ou des circonstances extérieures à celui-ci, prévoyant la tenue de compte dans un Etat particulier, est assimilé à un accord pour les besoins de l'article 4, paragraphe premier.

Distributed on Tuesday 3 December 2002

No 6 – Proposal of the Drafting Committee

Article 19 Priority between pre-Convention and post-Convention interests

In a Contracting State, the law applicable under this Convention determines the priority between an interest in securities held with an intermediary acquired before the Convention entered into force for that State and one acquired after the entry into force for that State.

Article 20 Interpretation of pre-Convention account agreements

(1) References in this Convention to an account agreement include an account agreement made before this Convention entered into force pursuant to Article 17(1).

(2) The following provision applies only with respect to an account agreement which –

(a) was made before this Convention entered into force pursuant to Article 17(1); and

(b) does not contain an express agreement, or an agreement implied from the terms of the contract considered as a whole, as to the law applicable to the issues specified in Article 2(1).

3) An agreement which is express or implied from the terms of the contract considered as a whole or from the surrounding circumstances that a securities account is maintained in a particular State shall be treated as an agreement for the purposes of Article 4(1).

Distribués le mercredi 4 décembre 2002

No 7 – Proposition du Comité de rédaction

Article 19 Rang entre droits acquis antérieurement et postérieurement à l'entrée en vigueur de la Convention

Dans un Etat contractant, la loi applicable en vertu de cette Convention détermine si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire acquis postérieurement à l'entrée en vigueur de la Convention pour cet Etat, a pour effet d'éteindre ou de primer le droit d'une autre personne acquis antérieurement à l'entrée en vigueur de la Convention pour cet Etat.

No 8 – Proposition du Comité de rédaction

CHANGEMENT DE LA LOI CHOISIE

Proposition 1

Article 4

(4) Tout changement de la loi choisie par le titulaire du compte et l'intermédiaire pertinent dans l'arrangement visé au paragraphe premier ne doit pas préjudicier la validité ou porter atteinte aux droits des tiers résultant de toute disposition prévue par la loi applicable antérieure à un tel amendement. Nonobstant la phrase précédente, la validité et le classement de toute disposition prise après l'amendement de la loi choisie seront déterminés en vertu de la loi applicable résultant d'un tel amendement.

Proposition 2

Article 5 bis Changement de la loi applicable

(1) Cette disposition s'applique à tout changement de la loi applicable en vertu de cette Convention.

(2) Aux termes de la présente disposition :

(a) la « nouvelle loi » désigne la loi applicable en vertu de cette Convention résultant du changement ;

(b) « l'ancienne loi » désigne la loi applicable en vertu de cette Convention antérieurement au changement.

(3) Dans les relations entre, d'une part, les parties à un transfert effectué ou rendu opposable et, d'autre part, l'intermédiaire pertinent, la loi ancienne continue à régir les questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier relatives à ce transfert.

Distributed on Wednesday 4 December 2002

No 7 – Proposal of the Drafting Committee

Article 19 Priority between pre-Convention and post-Convention interests

In a Contracting State, the law applicable under this Convention determines whether a person's interest in securities held with an intermediary acquired after the Convention entered into force for that State extinguishes or has priority over another person's interest acquired before the entry into force for that State.

No 8 – Proposal of the Drafting Committee

CHANGE OF LAW

Proposal 1

Article 4

(4) Any variation of the applicable law chosen by the account holder and the relevant intermediary in the agreement referred to in paragraph 1 shall not prejudice the validity of, nor adversely affect the rights of third parties resulting from any disposition perfected under the law applicable prior to such variation. Irrespective of the preceding sentence, the validity and ranking of any disposition perfected after such variation of the law chosen shall be determined under the applicable law resulting from such variation.

Proposal 2

Article 5 bis

(1) This Article applies to any change of the law applicable under this Convention.

(2) In this Article –

(a) "the old law" means the law applicable under this Convention prior to the change;

(b) "the new law" means the law applicable under this Convention as a result of the change.

(3) As among the parties to a disposition made or perfected before the change and the relevant intermediary, the old law continues to govern the issues specified in Article 2(1) in relation to that disposition.

(4) Sous réserve du paragraphe 3, la nouvelle loi régit, après le changement de la loi, toutes les questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier.

Proposition 3

Pas de disposition explicite.

(4) Subject to paragraph (3), after the change the new law governs all issues specified in Article 2(1).

Proposal 3

No explicit rule.

Documents de travail Nos 9 à 11*
Working Documents Nos 9 to 11*

Distribués le mercredi 4 décembre 2002

Distributed on Wednesday 4 December 2002

No 9 – Proposal of the delegation of China

INSOLVENCY ISSUES

Article 7

(1) ...

(2) Nothing in this Convention affects the application of any rules of substantive or procedural insolvency law relating to –

(a) the ranking of categories of claim or *the mandatory registration requirements in respect of charges or pledges over property of a company* or the avoidance of a disposition as a preference or a transfer in fraud of creditors; or

(b) ...

Brief explanation for the proposed amendment

There is a requirement under Hong Kong law that any unregistered charges over the property of a company incorporated in Hong Kong or a company incorporated outside Hong Kong but with a place of business in Hong Kong, will be rendered void against the liquidator and any creditor of the company. This is a common requirement in the legislation of a number of common law jurisdictions. We consider that this is an important part of our insolvency law that should not be affected by the Convention. Alternatively, it should be made clear in the Explanatory Report that Article 7(2)(a) does not provide an exhaustive list and may include other provisions such as "want of registration". As a further alternative, Contracting States should be allowed to make a declaration or a reservation to that effect.

* Les experts engagés dans les négociations renvoient communément au « problème de la page 37 » en référence à la page à laquelle le problème était examiné dans le Document préliminaire No 1 lors de sa diffusion aux Etats membres, dans une édition provisoire. Ce document est désormais publié dans le présent tome des Actes et documents et a été repaginé en conséquence. Le « problème de la page 37 » figure maintenant aux pages 46-48 du présent volume.

* The experts participating in the negotiations refer generally to the "page 37 problem" when making reference to the page at which this problem was examined in Preliminary Document No 1 when distributed among the Member States in a provisional version. This document is now published in this volume of the Proceedings and has been repaginated as a result. The "page 37 problem" can now be found on pages 47-49 of this volume.

No 10 – Proposal of the delegation of Japan

TREATMENT OF A TRANSFER FROM AN ACCOUNT HOLDER TO AN INTERMEDIARY

1. *Introduction*

The purpose of this Working Document is to clarify certain technical issues regarding Article 4(1). The present text of Article 4(1) of the June 2002 preliminary draft (Prel. Doc. No 15) reads as follows:

"The law applicable to the issues specified in Article 2(1) is the law of the State agreed by the account holder and the relevant intermediary ..."

And the present text of the Article 4(1) of the Prel. Doc. No 16 (A+) reads as follows:

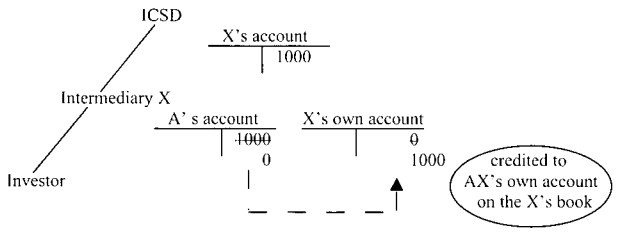
"The law applicable to all the issues in Article 2(1) is the law in force in the State agreed by the account holder and the relevant intermediary as ..."

The delegation of Japan has a concern that these present texts of Article 4(1) might not work well in the situations identified below, where an investor (account holder) transfers his / her securities to his / her or other intermediary (see page 354 of Prel. Doc. No 18).

2. *Book Entry System Type I: An intermediary maintains a securities account in its own name*

There are various types of book entry systems around the world. When an investor transfers his / her securities to his / her relevant intermediary, a typical system requires a credit entry of the securities to be made to the account maintained by the intermediary in its own name (see [Figure I]).

Figure I. Investor A transferred his securities to his / her intermediary X.



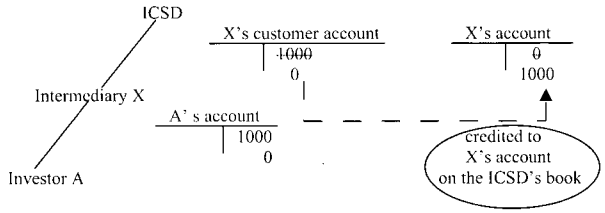
Under this system, *an "account holder" who makes an agreement with "the relevant intermediary" under Article 4(1) may be interpreted as the intermediary itself.* In other words, from literal reading of the present text, the law applicable to the issues specified in Article 2(1) is *the law agreed between the intermediary as an "account holder" (X) and the intermediary as an "intermediary" (X)!* This seems odd. We believe that it is *the law agreed between the investor (A) and the intermediary (X).* Is our understanding correct? If so, how can one reach this conclusion from literal reading of the present text?

3. *Book Entry System Type II: An upper-tier intermediary maintains a securities account in the name of the lower-tier intermediary*

When an investor transfers his / her securities to his / her relevant intermediary, another type of book entry system requires a credit entry of the securities to be made to

the account maintained by its upper-tier intermediary in the name of the intermediary (see [Figure II]).[1]

Figure II. Investor A transferred his securities to his / her intermediary X



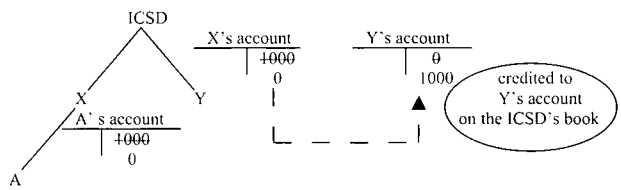
*X doesn't maintain its own account on its book.

Under this system, it is not easy to decide the law applicable to the issues specified in Article 2(1) from literal reading of the present text. Is it *the law agreed between the intermediary (X) and its upper-tier intermediary (ICSD)?* Or is it *the law agreed between the investor (A) and the intermediary (X)?*

4. *An investor transfers his / her securities to an intermediary who is not his / her relevant intermediary*

When an investor transfers his / her securities to an intermediary who is not his / her relevant intermediary, it is not easy to decide the law applicable to the issues specified in Article 2(1) from literal reading of the present text (see [Figure III]).

Figure III. Investor A transferred his securities to Intermediary Y



We believe that the applicable law is *the law agreed between the intermediary (Y) and its upper-tier intermediary (ICSD)*? Is this correct? Or is there any other way of reading the relevant text?

4. *Need for clarification*

As described above, the present text of the preliminary draft is unclear regarding a transfer from an investor to an intermediary, and thus unsatisfactory to that extent. In the examples described above, who is the account holder, and who should make an agreement in order to decide the law applicable to the issues specified in Article 2 (1)? We believe that *these points should be clarified and, if necessary, the present texts should be modified accordingly.*

[1] Japan has a book entry system similar to the one described in Figure II.

No 11 – Observations by the Permanent Bureau

How does the preliminary draft Convention operate: where a transfer involves different intermediaries; and where the parties to the account agreement decide to select a different law?

I. INTRODUCTION

1. This Note considers two sets of issues that have been raised about the application of the PRIMA principle within the framework of the future Hague Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary. The first issue relates to *transfers involving two or more intermediaries* and focuses on two basic questions: which of the intermediaries is to be regarded as the relevant intermediary and how does the application of the relevant PRIMA law relate to other elements of the transfer (page 37 problem)?

2. The second issue relates to the *decision taken by the parties to the account agreement to change the selected law*: how does one have to assess the impact of such a decision, in particular on previously established rights (change of law issue)?

3. While these two issues will be addressed separately in the present Note, one may stress by way of introduction that both issues have to be addressed under the same principle: it is *always the "second" or "new" PRIMA law* that has to be the starting point of the legal analysis. This approach is not peculiar to indirectly held securities and is indeed the same for any other form of property.[2]

II. TRANSFERS INVOLVING TWO OR MORE INTERMEDIARIES

4. The first set of issues may be illustrated by the following example. Suppose that Investor A holds a portfolio of securities in a securities account with Bank X in London; Bank X in turn holds its interests in the relevant kinds of securities in an account with its intermediary, European ICSD; Investor A sells some of its securities to Investor B, who holds its interests in a securities account with Bank Y in Paris; Bank Y holds its interests in the relevant kinds of securities in an account with the same European ICSD as Bank X. Who is the relevant intermediary in relation to Investor A's transfer of securities to Investor B: is it Bank X (A's intermediary) or Bank Y (B's intermediary)? In particular, what law governs the rights Investor B acquires as a result of the transfer of securities by Investor A?

5. Under the preliminary draft Convention, the relevant intermediary is Bank Y, i.e., the transferee's intermediary. It is indeed a well accepted private international law principle that when an asset is moved to a new jurisdiction – as is the case where securities are debited from the books of Bank X to be eventually credited on the books of Bank

[2] Consider, for example, simple tangible movables. Suppose that a thief steals goods in Jurisdiction A. The thief then carries the goods to Jurisdiction B where he sells the goods to a buyer. Whether this buyer obtains a title that extinguishes the previous owner's property rights will be determined by the law of Jurisdiction B. The same result would follow under traditional private international law rules for securities represented by certificates. For example, suppose that at time 1, secured party 1 (SP1) perfects a security interest in certificated securities located in State A. At time 2, without the consent of SP1, and in violation of the agreement with SP1, the investor (collateral provider) moves the securities to State B. At time 3, in State B, the investor grants a security interest to SP2, who perfects under the law of State B by taking possession of the certificates. The investor becomes insolvent at a time when the securities certificate is still located in State B. The priority dispute between SP1 and SP2 would be governed by the law of State B.

Doc.trav./Work.Doc. Nos 9-11

Y – one always has to start the legal analysis with the law of the new jurisdiction. In other words, Investor B will refer to the law determined in its account agreement with Bank Y (or, as the case may be, to the tests in the fallback provision in Art. 5) to assess its legal position resulting from the transfer. If under the applicable law (let us assume Investor B and Bank Y have selected the law of Y), Investor B gets an overriding right, it is unnecessary to consider any of the laws that governed one of the previous transactions, in particular the law governing the transaction between Investor A and its intermediary Bank X (the law governing this latter transaction may, however, still be relevant to determine possible rights Investor A has towards Bank X as a result of the latter's wrongdoing, see *infra* para. 8). Hence, if under the law of Y a *bona fide* purchaser for value defeats previously acquired rights, it is unnecessary to consider what those rights are in determining a priority conflict.

6. If, on the other hand, the law of Y considers that the rights of the transferee (Investor B) are merely "derivative", in the sense that they cannot be greater than those of the previous transferor, the courts of the second jurisdiction will apply the law of the previous jurisdiction to determine the efficacy of the transfer. Under such circumstances, the courts would first have to assess whether the appropriate proportion of Bank X's interest in European ICSD's pool of participant's securities has validly been transferred to Bank Y. For this particular transfer, the relevant intermediary is European ICSD, as it is on its books that both Bank X's and Bank Y's interests are recorded. If the applicable law[3] again considers that the rights of the transferee (now Bank Y) are merely "derivative", the courts will then have to assess whether Investor A's interest in Bank X's pool of customer securities has validly been extinguished; this particular question will be governed by the law selected by Investor A and Bank X in their account agreement or, as the case may be, by Article 5.

7. Where under the law of the final jurisdiction the transferee obtains an overriding title it must, of course, follow that the transferor's (Investor A's) interest is *extinguished*. That, however, does not necessarily mean that Investor A is left with no rights. The law of the first jurisdiction may well say that if, because of fraud or other wrongdoing of Bank X, the amount of the designated securities held by Bank X is less than the aggregate claims of holders of accounts in those securities, the claims abate proportionately, so that Investor A will maintain a *pro rata* share in what is left. This right, however, is clearly to be distinguished from the rights acquired by Investor B: the latter rights differ from and do not necessarily exclude the first set of rights.

III. CHANGE OF THE SELECTED LAW

8. It is open to the parties to an account agreement who have selected the applicable law to change that law. While this is not explicitly stated in the preliminary draft Convention, the possibility to change a previously selected law reflects a general conflict of laws principle. However, it has to be stressed at the outset that the choice of the new law will be effective only if it satisfies the proviso to Article 4(1). If it does not, the question whether the original selection remains in force or is to be considered superseded, thus attracting the fallback rule in Article 5, is to be determined by the law (or last law) validly selected.

[3] In practice, it is most likely that European ICSD will have selected the same law with Bank X and Bank Y in their respective account agreements. If different laws were have to be applied, the analysis would again follow the fundamental principle according to which the starting point is always the second law (i.e., the law governing the transaction between European ICSD and Bank Y).

9. The Convention does not address the question whether, and to what extent, the agreement of the parties on a change of the applicable law affects the rights of a secured creditor, SP1, who has previously perfected its interest under the earlier law. That is a question of substantive law, and it will typically arise in one of two situations. The first is where the account holder grants a second security interest, to SP2, after the change of law has been made. As in the case of a transfer involving several intermediaries (see the analysis *supra* under II.), it is the second law that has to be applied to determine the rights which SP2 has acquired. If that law gives an overriding title to SP2 regardless of whether the account holder has a power of disposal under the original law, it will be unnecessary to refer to that original law. If, on the other hand, the effect of the second law is that SP2 cannot acquire any greater rights than were vested in the account holder, the courts of the second jurisdiction will apply the original law to determine whether SP1's rights have been extinguished and whether SP2 has acquired rights that defeat the rights of SP1.

10. The second situation is where the account holder becomes insolvent. It is then for the law of the insolvency jurisdiction to determine to what extent the pre-insolvency rights established under the second law (whether or not that of the insolvency jurisdiction itself) will be respected in the insolvency proceedings. In either situation SP1's interest may also be displaced because of a requirement under the new law that a security interest perfected under the original law be re-perfected, and SP1, whether through lack of knowledge of the change of law or otherwise, has not re-perfected its interest.

11. The Convention does not itself determine what action, or whose action, is required to make or change an agreement, nor does the Convention determine the consequences of action that might be wrongful against other parties to an agreement. Suppose, for example, that the intermediary and the account holder (Investor) agree to change the governing law from Jurisdiction A to Jurisdiction B, but do so under circumstances that are wrongful, under Jurisdiction A's law, against some other party with an interest in the account, such as a party to whom the Investor had granted a security interest. Nothing in the Convention addresses the possible liability of the Investor or Intermediary to such a claimant.[4]

12. It is, of course, inherent in a change of law, as in a transfer to a new jurisdiction, that a security interest acquired under the earlier law may be adversely affected. That is inherent in general conflict of laws rules governing priority issues. The secured party can easily avoid this risk by stipulating that no change in the applicable law is to be made without its consent.

[4] It has to be stressed, however, that for simple practical reasons the conclusion that the new law must govern in the event of a change in governing law is unlikely to harm any secured party to whom the collateral was genuinely important. If the security interest is important to the secured party, then the secured party will take the practical steps that ensure that the Investor cannot take action that will result in a change in governing law without the secured party's agreement. In scenarios of the sort discussed above, SP1 could have prevented the problem from arising by taking steps to ensure that the Intermediary and Investor cannot change the governing law without SP1's consent. SP1 might do so by having the securities transferred into an account maintained in its own name, over which it has the sole power of disposition, or by leaving the securities in the original account subject to a pledge agreement containing the condition that the law governing the agreement cannot be changed without SP1's consent.

Distribués le jeudi 5 décembre 2002

Distributed on Thursday 5 December 2002

No 12 – Proposition du Comité de rédaction

Article 1 Définitions et interprétation

(1) Dans la présente Convention :

[...]

« convention de compte » désigne la convention entre le titulaire de compte et un intermédiaire pertinent régissant le compte de titres ;

« établissement » signifie un établissement où l'une des activités de l'intermédiaire est exercée à titre habituel, à l'exclusion d'un bureau de représentation ainsi que tout lieu d'activité de toute personne autre que l'intermédiaire ;

« bureau de représentation » signifie un bureau qui :

(a) exerce exclusivement des fonctions de représentation ou administratives, autres que celles se rapportant à l'ouverture ou à la tenue de comptes de titres ;

(b) ne détient pas le pouvoir d'engager l'intermédiaire qu'il représente, notamment en matière de conclusion de conventions de comptes.

No 13 – Proposition du Comité de rédaction

Article 4 Détermination de la loi applicable – Rattachement principal

(1) La loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier, est la loi en vigueur dans l'Etat convenu entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent comme régissant la convention de compte ou, s'ils ont convenu qu'une autre loi est applicable à toutes ces questions, cette autre loi. La loi désignée par la présente disposition ne s'applique que si l'intermédiaire pertinent a, au moment de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat, qui :

(a) soit seul, soit conjointement avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent dans cet Etat ou dans un autre Etat :

(i) effectue ou suit des inscriptions en comptes de titres ;

(ii) réalise l'administration de versements ou événements sociaux relatifs à des titres détenus auprès de l'intermédiaire ; ou

(iii) exerce autrement à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de compte ; ou

No 12 – Proposal of the Drafting Committee

Article 1 Definitions and interpretation

(1) In this Convention –

[. . .]

"account agreement" means an agreement between an account holder and a relevant intermediary governing a securities account;

"office" means an office at which any of the activities of the intermediary are regularly performed, excluding a representative office and a place of business of any person other than the intermediary;

"representative office" means an office that –

(a) engages solely in representational functions or administrative functions, other than those related to the establishment or maintenance of securities accounts; and

(b) does not have authority to make any business decision for the account of the intermediary it represents, including contracting for any securities account.

No 13 – Proposal of the Drafting Committee

Article 4 Determination of the applicable law – Primary rule

(1) The law applicable to all the issues in Article 2(1) is the law in force in the State agreed by the account holder and the relevant intermediary as the State whose law governs the account agreement or, if they have agreed that another law is applicable to all such issues, that other law. The law designated under this provision applies only if the relevant intermediary has, at the time of the agreement, an office in that State, which –

(a) alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary in that or another State –

(i) effects or monitors entries to securities accounts;

(ii) administers payments or corporate actions relating to securities held with the intermediary; or

(iii) is otherwise engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts; or

(b) est identifié comme tenant des comptes de titres au moyen d'un numéro de compte ou code bancaire ou autre mode d'identification spécifique.

[...]

(b) is identified as maintaining securities accounts by an account number, bank code, or other specific means of identification.

[...]

Documents de travail Nos 14 à 16*
Working Documents Nos 14 to 16*

Distribués le jeudi 5 décembre 2002

Distributed on Thursday 5 December 2002

No 14 – Proposal of the delegation of Japan

Page 37 problem and its proper application

I. *Introduction*

1. This Note points out certain issues regarding the so-called "Page 37 problem." We greatly appreciate the Working Document No 11 (Proposal by the Drafting Committee), and agree with the view expressed there, insofar as the essence of the Page 37 problem is concerned. The purpose of this Note is to confirm the essence of the issue, and to address further related issues. For details of our view, please see Page 353 of Preliminary Document No 18.

II. *Essence of the Page 37 problem*

2. We begin with the following example described in the Working Document No 11, paragraph 4. Suppose that Investor A holds a portfolio of securities in a securities account with Bank X in London; Bank X in turn holds its interests in the relevant kinds of securities in an account with its intermediary, European ICSD; Investor A sells some of its securities to Investor B, who holds its interests in a securities account with Bank Y in Paris; Bank Y holds its interests in the relevant kinds of securities in an account with the same European ICSD as Bank X. Who is the relevant intermediary in relation to Investor A's transfer of securities to Investor B: is it Bank X (A's intermediary) or Bank Y (B's intermediary)? In particular, what law governs the rights Investor B acquires as a result of the transfer of securities by Investor A?

3. Under the Convention, the relevant intermediary is Bank Y, *i.e.*, the transferee's intermediary. In other words, Investor B will refer to the law determined in its account agreement with Bank Y (or, as the case may be, to the tests in the fall-back provision in Art. 5) to assess its legal position resulting from the transfer. If under the applicable law (let us assume Investor B and Bank Y have selected the law of Y), Investor B gets an overriding right, it is unnecessary to consider any of the laws that governed one of the previous transactions, in particular the law governing the transaction between Investor A and its intermediary Bank X. Thus, if under the law of Y a *bona fide* purchaser for value defeats previously acquired rights, it is unnecessary to consider what those rights are in determining a priority conflict. This means that where under the law of the final jurisdiction the transferee obtains an overriding title, it must follow that the transferor's (Investor A's) interest is *extinguished*. We are of the opinion that this should be explicitly written out in the Explanatory Note (see Page 353 of Prel. Doc. No 18).

III. *When there is only one intermediary*

4. It must be noted that this Page 37 problem arises not only when transfers involve two or more intermediaries, but when transfers involve only one intermediary as well. Suppose that both Investor A and Investor B have the same relevant intermediary X. In considering the applicable law regarding the transfer of securities from A to B, the applicable law for A is determined by the agreement between A and X, and that for B is determined by the agreement between B and X. These two applicable laws may differ. Thus, the Page 37 problem exists when only one intermediary is involved, and the Working Document No 11 should be modified accordingly.

IV. *When the rights of the transferee are "derivative"*

5. Paragraph 6 of Working Document No 11 discusses the situation where the rights of the transferee (Investor B) are merely "derivative", in the sense that they cannot be greater than those of the previous transferor. In such situation, the courts of the second jurisdiction will apply the law of the previous jurisdiction to determine the efficacy of the transfer. The Document discusses the situation where the transfer is made from A to X, X to Y, and Y to B. But the same issue arises in jurisdictions where securities are deemed to be transferred from A directly to B. Under such circumstances, B cannot obtain more than what A owns.

V. *Transfer from an account holder to an intermediary*

6. When a transfer is made from Investor A to its relevant intermediary X, the result of the application of the above rule is not entirely clear. The "second applicable law" does not seem to exist here. Namely, A is the transferor and X is the transferee, yet the relevant intermediary for the transferor and that for the transferee are the same, X. Is the "second applicable law" chosen by the agreement between the transferee and its relevant intermediary? If so, it would have to be chosen by the agreement between X and X! We believe that this is not the correct interpretation of the Convention. This issue and related issues are discussed in the Working Document No 10 we separately submitted

VI. *Pledge*

7. Finally, what about a pledge? There are different book entry systems around the world, and under one type of system, a pledgee has a separate account with its intermediary. Under such system, when a pledge of securities is made from Investor A to Pledgee SP, the book entry in A's account is extinguished and the corresponding credit entry is made to SP's account, which is separately and independently maintained by SP's intermediary. In this situation, the applicable law to determine whether SP obtained and perfected a valid pledge is the law chosen by the

* Les experts engagés dans les négociations renvoient communément au « problème de la page 37 » en référence à la page à laquelle le problème était examiné dans le Document préliminaire No 1 lors de sa diffusion aux Etats membres, dans une édition provisoire. Ce document est désormais publié dans le présent tome des Actes et documents et a été repaginé en conséquence. Le « problème de la page 37 » figure maintenant aux pages 46-48 du présent volume.

* The experts participating in the negotiations refer generally to the "page 37 problem" when making reference to the page at which this problem was examined in Preliminary Document No 1 when distributed among the Member States in a provisional version. This document is now published in this volume of the Proceedings and has been repaginated as a result. The "page 37 problem" can now be found on pages 47-49 of this volume.

Doc.trav./Work.Doc. Nos 14-16

agreement between SP and its intermediary, and the Page 37 problem exits here as well, as described above regarding an outright transfer.

8. We might note, in passing, that another type of book entry system, in contrast, may require a credit entry of the pledgee's (SP's) right to the account maintained by the relevant intermediary of the pledgor (Investor A). Under this system, we believe that the law applicable to the issues specified in Article 2(1) is the law chosen by the agreement between Investor A and its relevant intermediary, because no intermediary maintains an account to which the right of pledge is credited under the name of SP.

VII. *Conclusion*

9. We believe that the points described at the paragraphs above should be clarified in the Explanatory Note (for the issue described at para. 6 above, please see Working Document No 10 regarding our view that the text should probably be amended as discussed there).

No 15 – Proposal of the delegation of the United States of America

Given the adoption of *Option A+ for Article 4(1), a dramatic simplification* of the Multi-unit State issue and of the text of Article 11 has become possible. We can now utilize Article 11, paragraph (1), exactly as it is set forth in Preliminary Document No 15, delete paragraphs (2) and (3), and eliminate any need to provide for a declaration.

The United States delegation proposes the addition of a single sentence to clarify that a reference to the law of a unit of a Multi-unit State includes pre-emptive national law that is applicable within the unit. This is **necessary** to achieve the necessary legal certainty in some Multi-unit States, such as ours, *that the Convention clearly preserves the Federal substantive law* that governs the U.S. Treasury and agency securities market. Capital market participants cannot take the risk that courts will construe those rules as choice of law rules that are eliminated by Article 9 in the absence of a specific reference in the Convention text. Our *proposal* is as follows.

"Article 11 Determination of the applicable law for Multi-unit States

(1) If the account holder and the relevant intermediary have agreed on the law of a specified territorial unit of a Multi-unit State, then –

(a) the reference to the agreed State in Article 4(1) is to that territorial unit;

(b) the reference to "that State" in the second sentence of Article 4(1) is to the Multi-unit State itself.

(2) In applying this Convention, the law in force in a unit of a Multi-unit State includes both the law of that unit and, to the extent applicable in that unit, the law of the Multi-unit State itself."

The *other paragraphs of Article 11* as set forth in Preliminary Document No 15 *create additional complexity* that is not required or desired by the United States as a Multi-unit State (see comments on Art. 11(2) to (4), pages 361-363 of Prel. Doc. No 18).

The material in *Article 11(2) and (3)* in Preliminary Document No 15, *dealing with an agreement that selects the law of a Multi-unit State without selecting a particular unit* thereof, is *unnecessary* in our view. So far as we are aware, *that pattern is either non-existent or extremely unlikely,* unless its use is made necessary by the Convention itself (as might have been the case under prior versions of Article 4). Intermediaries are professionals; they are extremely unlikely (particularly after the publicity and education that will precede the entry into force of the Convention – and the likely improvement of domestic substantive law triggered by the focus of attention on these issues produced by the Convention) to agree on a law of a Multi-unit State rather than the law of a particular unit of such a State. In the unlikely event that an agreement makes such a selection, the case would be determined under the fall-back rule in Article 5, because the parties will not have made an effective designation under any version of Article 4(1). The material in *Article 11(4)* of Preliminary Document No 15 is not a matter of concern to the United States. Nevertheless, we would *support its inclusion* were another Multi-unit State to take the position that it wanted to be able to make such a declaration.

No 16 – Proposition de la délégation d'Allemagne – Proposal of the delegation of Germany

Article 5 :

(1) Lorsque la loi applicable n'est pas définie à l'article 4 cette loi est la loi en vigueur dans l'Etat ou l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités dans lequel est situé, à la date déterminante, l'Office par lequel l'intermédiaire pertinent entre dans l'arrangement sur le compte, La date déterminante visée à la phrase précédente est la date à laquelle l'arrangement sur le compte a été conclu, ou, s'il a été conclu plus tard, le cas échéant, l'arrangement visé à l'article 4(1).

(2) Lorsque le paragraphe précédant ne s'applique pas, la loi applicable est

[Ancien Article 5(1)]

Explications:

1. Nouveau paragraphe 1 phrase 1 :

L'objectif principal du nouveau paragraphe est de répondre à des situations dans lesquelles le principal lieu d'activité de l'intermédiaire pertinent n'est pas situé dans la même juridiction que la succursale avec laquelle traitent les parties. Habituellement, dans l'arrangement sur le compte, il est fait référence, d'une manière ou d'une autre, à cette succursale (par exemple description des parties ; lignes de signature ; ou à un autre endroit approprié) comme succursale par laquelle l'intermédiaire entre dans l'arrangement sur le compte (par exemple « banque XYZ, succursale abc »).

Le nouveau paragraphe a été crée du fait que l'article 5(a) [article 5(2)(a) dans notre proposition] peut donner lieu au résultat que la loi applicable sera transférée de la juridiction dans laquelle les parties sont en train de traiter à la juridiction de la constitution de l'intermédiaire qui peut se baser sur des conceptions juridiques différentes.

Le *nouvel article 5(1)* qui a été proposé dans le présent papier vise à empêcher ce résultat surprenant en assurant que la juridiction de la succursale respective de l'intermédiaire constitue la « solution de recours » avant que la juridiction de la constitution n'entre en jeu. Cette solution est plus proche de la réalité des affaires et des intentions des parties et réduira le danger que les dispositions pourraient être considérées comme invalides dans la rétrospective.

2. Nouveau paragraphe 1 phrase 2 :

Le second objectif des amendements proposés dans le présent papier est de *définir la date déterminante* pour établir

les faits visés à la phrase précédente (a) à (d). Ces faits peuvent changer au cours du temps (par exemple l'intermédiaire fusionnant avec une société étrangère). En accord avec la philosophie sous-jacente de la Convention, par exemple, comme il a été exprimé à l'article 4(1), il est proposé que la date déterminante sera la date à laquelle l'arrangement sur le compte sera conclu. Dans le cas, où la disposition légale applicable ou le lieu de la clause, tel que requis par l'article 4(1), seront ajoutés plus tard dans l'arrangement sur le compte, la date de cet amendement constituera la date déterminante (un éclaircissement similaire peut se révéler utile également pour la disposition de l'article 4(1)).

***

Article 5:

(1) If the applicable law is not determined under Article 4, such law is the law in force in the State or the territorial unit of a Multi-unit State in which, at the relevant point in time, the office is located through which the relevant intermediary enters into the account agreement. The relevant point in time referred to in the preceding phrase is the time at which the account agreement or, if later, the agreement, if any, referred to in Article 4(1) has been made.

(2) Where the preceding paragraph does not apply, the applicable law is

[former Article 5, paragraph 1]

Explanatory Notes:

1. New paragraph 1, phrase 1:

The main objective of the new paragraph (1) is to address situations in which the head office of the relevant intermediary is not located in the same jurisdiction as the branch office with which the parties are dealing. That office is customarily referred to in some way or another in the account agreement (e.g., description of the parties; signature lines; or at some other appropriate place) as the office through which the intermediary enters into the account agreement (*e.g.*, "XYZ Bank, abc branch").

The *reason* for the new paragraph is that the existing Article 5(a) [which is in our proposal Article 5(2)(a)] may lead to the result that the applicable law will be relocated from the jurisdiction, in which the parties are dealing, into the jurisdiction of incorporation of the intermediary, which may be based on different legal concepts.

The *new Article 5(1)* proposed in this paper is designed to avoid this surprising result by providing for the jurisdiction of the respective office of the intermediary as a first fall-back solution before the jurisdiction of incorporation comes into play. This solution will be closer to the business realities and to the intentions of the parties, and it will reduce the risk that dispositions may be held invalid in hindsight.

2. New paragraph 1, phrase 2:

The second objective of the amendments proposed in this paper is to *define the relevant point in time* for determining the facts referred to in phrase 1. Those facts may change in the course of time (*e.g.*, intermediary being merged into a foreign corporation). In line with the underlying philosophy of the Convention as expressed, e.g., in the proviso to Article 4(1), it is proposed that the relevant point in time shall be the date on which the account agreement is made. In case the governing law clause or the location of account clause as required under Article 4(1) will be added to an account agreement at a later date, the date of that amendment shall be the relevant date (a similar clarification may be useful also in the proviso to Article 4(1).

Doc.trav./Work.Doc. Nos 14-16

Documents de travail Nos 17 à 18
Working Documents Nos 17 to 18

Distribués le vendredi 6 décembre 2002

Distributed on Friday 6 December 2002

No 17 – Proposal of the delegation of Japan

Article X

(1) Irrespective of Article 4(1), Article 5, Article 7(1) and Article 11(1), in relation to securities which are credited to a securities account maintained by an intermediary for its own as a result of a disposition to it from an account holder in whose name the intermediary maintains a securities account –

(a) the law applicable to all the issues specified in Article 2(1) is the law in force in the State agreed by the account holder and the intermediary; and

(b) the relevant intermediary in Article 5 is such intermediary.

(2) If an intermediary does not maintain a securities account for its own and such securities account is maintained by its [upper-tier] intermediary, in applying the preceding paragraph, the intermediary of the account holder is deemed to maintain a securities account for its own and securities of which a disposition is made to it from the account holder are deemed to be credited to such securities account.

Explanation

1. We propose that a new article be added to the present text of the Convention in order to deal with the problem identified and examined in Working Document No 10 we submitted earlier. The problem is how the principle underlying Article 4(1) of the Convention should be applied in a situation where a transfer of securities is made from an account holder to an intermediary. Please see Working Document No 10 for detailed explanations of the problem and examples. In the following discussion, we examine an outright transfer of securities, but the same discussion applies when a pledge is made from an account holder to an intermediary under a book entry system where the pledged securities are credited to the account maintained by the pledgee's intermediary (see Paragraph 7 of Working Document No 14).

2. Paragraph 1 of the proposed article deals with the situation illustrated in Figure 1 in Working Document No 10. When Investor A transfers securities to its relevant intermediary (X), straightforward application of Article 4(1) would lead to the conclusion that X as transferee and X as "its" intermediary agree on the applicable law! We believe that this result should be incorrect and the applicable law should be agreed between the transferor (A) and the transferee / intermediary (X). To obtain such result, we believe that paragraph 1 is necessary.

3. As we illustrate in Figure 2 in Working Document No 10, under some book entry systems, including the system in Japan, an intermediary does not maintain its own (or proprietary) account. Instead, the intermediary's upper-tier intermediary maintains the account. Under such system, when a transfer of securities is made from Investor A to its relevant intermediary (X), straightforward application of Article 4(1) would lead to the conclusion that the applicable law should be agreed between X and its upper-tier intermediary (ICSD, in Figure 2). We believe that this result is incorrect, because economic substance of the transaction is the same between the two examples illustrated in Figure 1 and Figure 2. Thus, we believe that the same treatment is called for between Figure 1 and Figure 2. Paragraph 2 of the proposed article is designed to deal with this problem. Under paragraph 2, Intermediary X is deemed to maintain its own account and the securities being transferred are deemed to be credited to that account for the purposes of applying the relevant provisions of the Convention.

4. Note that, as between X and its upper-tier intermediary (ICSD), no special rule is necessary regarding securities credited and maintained in the account with X's relevant intermediary (ICSD). The applicable law is simply agreed between X and ICSD under Article 4(1). This is true in both the example in Figure 1 and that in Figure 2.

5. When a transfer of securities is made from Investor A to an intermediary who is not A's relevant intermediary, as in the example illustrated in Figure 3 in Working Document No 10, we believe that no special rule is necessary. Article 4(1) is applied literally and thus, the applicable law is agreed between the transferee (Y, in Figure 3) and its relevant intermediary (ICSD, in Figure 3).

No 18 – Proposal of the delegations of Germany and the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland

Change of law

1. A change of law by parties to an account agreement may adversely affect existing rights of third parties who have not been instrumental in making the change, such as a secured creditor of the account holder.

2. This raises the question: should the Convention include a special protective rule which deals with this risk?

3. Any such rule would need to be purely a rule of private international law, since the scope of the Convention (and the competence of the Hague Conference) does not extend to matters of substantive law.

4. The rule would therefore operate in one of two ways:

a) by varying the mechanism for changing the applicable law so that a change may not be made without the consent of the person affected; or

b) by postponing the time at which a change made without the consent of the person affected takes effect, either generally or in relation to particular issues or particular persons.

5. A requirement that no change be made without the consent of a person affected would have the disadvantage that a person entering into a disposition after a change (or purported change) agreed between the account holder and the relevant intermediary could not be certain about the applicable law, since the person could not be confident, and might not have the means of establishing, that there was no outstanding third party interest at the time of the change. This would undermine the legal certainty and predictability which are among the primary objectives of the Convention.

6. We therefore suggest that the option of making third party consent a condition of the effectiveness of a change should not be adopted if an acceptable level of protection can be achieved through postponement of the effective time of the change.

7. Even the less drastic option of postponing the effective time of the change also involves additional complication and the possibility of confusion, particularly if it raises the possibility that different laws could be applicable in different cases at the same time.

8. It is therefore necessary to strike a balance between the protection of persons who may be adversely affected by a change of law and the objective of legal certainty and predictability.

9. In assessing how to strike an appropriate balance through postponement, it is helpful to consider a paradigm case where:

a) on Day 1, "Account Holder" creates and perfects a pledge of securities credited to its account with "Intermediary" to a third party, "SP1";

b) on Day 50, Account Holder and Intermediary agree to change their account agreement by designating the law of a different state (in respect of which the "reality test" is satisfied) as the governing law;

c) under the new law, a filing in a public register is a precondition of a pledge conferring proprietary rights enforceable between the parties (and not merely of making it generally effective against other parties);

d) on Day 100, one of the following occurs:

i) SP1 seeks to enforce its pledge and Account Holder disputes its right to do so, claiming that the pledge has ceased to confer proprietary rights enforceable between the parties;

ii) Account Holder becomes insolvent. SP1 gives the liquidator notice of its pledge. The liquidator disputes the enforceability of the pledge, claiming that it has ceased to confer any proprietary rights enforceable against the liquidator;

iii) an unsecured creditor of Account Holder who has obtained a judgment against Account Holder ("Attachment Creditor") seeks to execute the judgment by attaching the securities. SP1 intervenes to assert its interest under its pledge. Attachment Creditor disputes its right to do so, claiming that the pledge has ceased to confer any proprietary rights;

iv) Account Holder (not being insolvent) pledges the securities to a second pledgee (SP2).

10. It seems to be generally agreed that the new law should govern a disposition on Day 100 (case (iv) above). There is also widespread support for at least protecting SP1 in case (i). Discussion therefore needs to focus in particular on the cases (ii) and (iii).

11. As regards case (ii), it should be noted that some jurisdictions regard the commencement of an insolvency as analogous to a new disposition in favour of a bankruptcy trustee, while others treat the trustee or liquidator as merely succeeding to the property of the insolvent institution. This distinction could in this case result in a difference of treatment; it will be necessary to discuss whether this is logical or desirable.

Distribué le lundi 9 décembre 2002

No 19 – Proposition du Comité de rédaction

Article 1 Définitions et interprétation

(1) Dans la présente Convention :

(a) « titres » désigne toutes actions, obligations ou autres instruments ou actifs financiers (autres que des espèces), ou tout droit sur ces titres ;

(b) « compte de titres » désigne un compte tenu par un intermédiaire au crédit duquel sont inscrits des titres ;

(c) « intermédiaire » désigne toute personne qui, dans le cadre de son activité professionnelle ou à titre habituel, tient des comptes de titres pour autrui ou aussi bien pour autrui que pour son propre compte, et agit en cette qualité ;

(d) « titulaire de compte » désigne la personne au nom de laquelle un intermédiaire tient un compte de titres ;

(e) « convention de compte » désigne par rapport à un compte de titres la convention régissant ce compte de titres ;

(f) « titres détenus auprès d'un intermédiaire » désigne les droits d'un titulaire de compte résultant de l'inscription de titres en compte de titres ;

(g) « intermédiaire pertinent » désigne l'intermédiaire qui tient le compte de titres pour le titulaire du compte ;

(h) « transfert » désigne tout transfert de propriété, pur et simple ou à titre de garantie, ainsi que toute constitution de sûreté, avec ou sans dépossession ;

(i) « opposabilité » signifie l'accomplissement de toute formalité nécessaire en vue d'assurer le plein effet d'un transfert envers toute personne qui n'est pas partie à ce transfert ;

(j) « établissement » signifie un lieu d'activité où l'une des activités de l'intermédiaire est exercée, à l'exclusion d'un lieu destiné à l'exercice purement temporaire d'activités et d'un lieu d'activité de toute personne autre que l'intermédiaire ;

(k) « procédure d'insolvabilité » désigne une procédure collective, judiciaire ou administrative, y compris une procédure provisoire, dans laquelle les actifs et les activités du débiteur sont soumis au contrôle ou à la supervision d'un tribunal ou d'une autre autorité compétente aux fins de redressement ou de liquidation ;

(l) « Etat à plusieurs unités » désigne un Etat dans lequel deux ou plusieurs unités territoriales de cet Etat ou cet Etat et une ou plusieurs de ses unités territoriales ont leurs propres règles de droit se rapportant aux questions mentionnées à l'article 2(1) ;

Distributed on Monday 9 December 2002

No 19 – Proposal of the Drafting Committee

Article 1 Definitions and interpretation

(1) In this Convention –

(a) "securities" means any shares, bonds or other financial instruments or assets (other than cash), or any interest therein;

(b) "securities account" means an account maintained by an intermediary to which securities are credited;

(c) "intermediary" means a person that in the course of a business or other regular activity maintains securities accounts for others or both for others and for its own account and is acting in that capacity;

(d) "account holder" means a person in whose name an intermediary maintains a securities account;

(e) "account agreement" means, in relation to a securities account, the agreement governing that securities account;

(f) "securities held with an intermediary" means the rights of an account holder resulting from a credit of securities to a securities account;

(g) "relevant intermediary" means the intermediary that maintains the securities account for the account holder;

(h) "disposition" means any transfer of title whether outright or by way of security and any grant of a security interest whether possessory or non-possessory;

(i) "perfection" means completion of any steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition;

(j) "office" means a place of business at which any of the activities of the intermediary are carried on, excluding a place of business which is intended to be merely temporary and a place of business of any person other than the intermediary;

(k) "insolvency proceeding" means a collective judicial or administrative proceeding, including an interim proceeding, in which the assets and affairs of the debtor are subject to control or supervision by a court or other competent authority for the purpose of reorganisation or liquidation;

(l) "Multi-unit State" means a State within which two or more territorial units of that State, or both the State and one or more of its territorial units, have their own rules of law in respect of any of the issues specified in Article 2(1).

(2) Toute référence dans cette Convention à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend :

(a) un transfert ayant comme objet un compte de titres ; et

(b) un transfert en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte, y compris un privilège légal.

(3) Une personne n'est pas considérée comme intermédiaire au sens de la présente Convention pour la seule raison :

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

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

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

(5) Pour des titres inscrits en compte de titres qu'une personne tient en qualité d'opérateur d'un système pour la tenue et le transfert de tels titres sur les livres de l'émetteur ou d'autres livres qui constituent l'inscription primaire des droits sur ces titres envers l'émetteur, [l'Etat contractant en vertu de la loi duquel ces titres sont constitués] [l'Etat contractant dans lequel le système est opéré] peut déclarer que la personne qui opère ce système n'est pas considérée comme intermédiaire au sens de la présente Convention.

Article 2 Portée de la Convention et de la loi applicable

(1) La présente Convention détermine la loi applicable aux questions suivantes en rapport avec des titres détenus auprès d'un intermédiaire :

(a) la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et de tiers des droits résultant de l'inscription de titres en compte de titres ;

(b) la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et de tiers d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(c) les éventuelles conditions d'opposabilité d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(d) si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire a pour effet d'éteindre ou de primer le droit d'une autre personne ;

(e) les éventuelles obligations d'un intermédiaire envers une personne autre que le titulaire de compte qui revendique, en concurrence avec le titulaire de compte ou une autre personne, des droits concurrents sur des titres détenus auprès de cet intermédiaire ;

(f) les éventuelles conditions à la réalisation d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ; et

(g) si le transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire s'étend aux droits aux dividendes, revenus, autres distributions et remboursements, produits de cession ou tous autres produits.

(2) Cette Convention détermine la loi applicable aux questions mentionnées au paragraphe premier (b) à (g) en

(2) References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include –

(a) a disposition of a securities account; and

(b) a disposition, as well as a lien by operation of law, in favour of the account holder's intermediary.

(3) A person shall not be considered an intermediary for the purposes of this Convention merely because –

(a) it acts as registrar or transfer agent for an issuer of securities; or

(b) it records in its own books details of securities credited to securities accounts maintained by an intermediary in the names of other persons for whom it acts as manager or agent or otherwise in a purely administrative capacity.

(4) Subject to paragraph (5), a person shall be regarded as an intermediary for the purposes of this Convention in relation to securities which are credited to securities accounts which it maintains in the capacity of a central securities depository or which are otherwise transferable by book entry across securities accounts which it maintains.

(5) In relation to securities which are credited to securities accounts maintained by a person in the capacity of operator of a system for the holding and transfer of such securities on records of the issuer or other records which constitute the primary record of entitlement to them as against the issuer, [the Contracting State under whose law those securities are constituted] [the Contracting State in which the system is operated] may by a declaration provide that the person which operates that system is not to be regarded as an intermediary for the purposes of this Convention.

Article 2 Scope of the Convention and of the applicable law

(1) This Convention determines the law applicable to the following issues in respect of securities held with an intermediary –

(a) the legal nature and effects against the intermediary and third parties of the rights resulting from a credit of securities to a securities account;

(b) the legal nature and effects against the intermediary and against third parties of a disposition of securities held with an intermediary;

(c) the requirements, if any, for perfection of a disposition of securities held with an intermediary;

(d) whether a person's interest in securities held with an intermediary extinguishes or has priority over another person's interest;

(e) the duties, if any, of an intermediary to a person other than the account holder who asserts in competition with the account holder or another person an interest in securities held with that intermediary;

(f) the requirements, if any, for the realisation of an interest in securities held with an intermediary; and

(g) whether a disposition of securities held with an intermediary extends to entitlements to dividends, income, other distributions or redemption, sale or other proceeds.

(2) This Convention determines the law applicable to the issues referred to in paragraph (1)(b) to (g) in relation to

rapport avec un transfert de titres ou d'un droit sur ces titres détenus auprès d'un intermédiaire, même si les droits résultant de l'inscription de ces titres à un compte de titres sont, conformément au sous-paragraphe (a), de nature contractuelle.

(3) Sous réserve du paragraphe 2, cette Convention ne détermine pas la loi applicable :

(a) aux droits et obligations résultant de l'inscription de titres à un compte de titres dans la mesure où de titres détenus auprès d'un intermédiaire, dans la mesure où ces droits et obligations sont de nature purement contractuelle ou autrement purement personnelle ;

(b) aux droits et obligations contractuels ou personnels des parties à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(c) aux droits et obligations d'un émetteur de titres ou d'un agent de registre ou de transfert d'un tel émetteur à l'égard du titulaire des droits sur les titres ou de toute autre personne.

Article 3 Caractère international d'une situation

La présente Convention s'applique à toutes les situations comportant un conflit entre les lois de différents Etats. Elle s'applique notamment lorsque :

(a) en rapport avec des titres détenus auprès d'un intermédiaire, l'une des parties suivantes a, selon le cas, [un][1] lieu d'activité ou sa résidence habituelle dans un Etat différent :

(i) l'intermédiaire pertinent ;

(ii) l'émetteur des titres ;

(iii) le titulaire de compte ;

(iv) l'une des parties à un transfert de titres ; ou

(v) tout autre intermédiaire auprès duquel l'intermédiaire pertinent détient directement ou indirectement les titres ; ou

[(b) tous les facteurs pertinents de la situation sont localisés dans un seul Etat et que la loi convenue dans la convention de compte conformément à l'article 4(1), est la loi d'un autre Etat ou d'une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités.]

Article 4 Détermination de la loi applicable – Rattachement principal

[Sous considération]

Article 5 Détermination de la loi applicable – Rattachements subsidiaires

(1) Si la loi applicable n'est pas déterminée selon l'article 4(1), mais qu'il ressort clairement [des éléments pertinents] de la convention de compte, que celle-ci a été conclue par un établissement particulier de l'intermédiaire pertinent, la loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) est la loi en vigueur dans cet Etat ou dans l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités dans lequel cet établissement était situé à l'époque, sous réserve que celui-ci remplissait les conditions de la deuxième phrase de l'article 4(1). [Pour les besoins du présent article, les éléments pertinents de la convention de compte sont ceux qui se rapportent à la comparution des parties et ceux qui identifient ou décrivent les signataires de la convention de compte.]

[1] Si le terme "un" est maintenu, le paragraphe b devient inutile.

a disposition of or interest in securities held with an intermediary even where the rights resulting from the credit of those securities to a securities account are determined under paragraph (1)(a) to be contractual in nature.

(3) Subject to paragraph (2), this Convention does not determine the law applicable to –

(a) the rights and duties arising from the credit of securities to a securities account to the extent that such rights or duties are purely contractual or otherwise purely personal;

(b) the contractual or other personal rights and duties of parties to a disposition of securities held with an intermediary; or

(c) the rights and duties of an issuer of securities or of an issuer's registrar or transfer agent, whether in relation to the holder of the securities or any other person.

Article 3 Internationality

This Convention applies in all cases involving a choice between the laws of different States. It applies in particular if –

(a) in relation to securities held with an intermediary, any of the following parties have [any of] their respective places of business, or if none, their habitual residences, in different States –

(i) the relevant intermediary;

(ii) the issuer of the securities;

(iii) the account holder;

(iv) a party to a disposition of the securities; and

(v) any other intermediary through whom the relevant intermediary holds the securities, directly or indirectly; or

[(b) all the factors relevant to the situation are connected with a single State, but the law agreed in the account agreement under Article 4(1) is the law of another State or of a territorial unit of another Multi-unit State.][1]

Article 4 Determination of the applicable law – Primary rule

[Under consideration]

Article 5 Determination of the applicable law – Fall-back rules

(1) If the applicable law is not determined under Article 4, but it is clear from [the relevant parts of] the account agreement that the relevant intermediary entered into the account agreement through a particular office, then the law applicable to all the issues specified in Article 2(1) is the law in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, in which that office was then located, provided that that office satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1). [For this purpose the relevant parts of the account agreement are those which initially identify the parties and those which introduce or describe the signatories of the account agreement.]

[1] If the words "any of" are inserted in paragraph (a), paragraph (b) becomes redundant.

(2) Si le paragraphe 1 est inapplicable, cette loi est :

(a) la loi en vigueur dans l'Etat ou l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités dont la loi régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent au moment de la conclusion de la convention de compte ;

(b) si le sous-paragraphe (a) est inapplicable, la loi en vigueur dans l'Etat ou l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités dans lequel l'intermédiaire pertinent exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, le lieu dans lequel est situé son principal lieu d'activité au moment de la conclusion de la convention de compte.

(3) Si dans la situation visée au paragraphe (2)(a), l'intermédiaire pertinent est constitué ou organisé en vertu des lois d'un Etat à plusieurs unités, mais non pas en vertu des lois d'une unité territoriale de cet Etat, cette loi est la loi de l'unité territoriale de cet Etat à plusieurs unités dans laquelle il exerce son activité au moment de la conclusion de la convention de compte et, en l'absence d'un lieu unique, la loi de l'unité territoriale dans laquelle est situé son principal lieu d'activité à ce moment.

Article 5 bis Changement de la loi applicable

(1) Cette disposition s'applique en cas de tout changement de la loi applicable en vertu de cette Convention.

(2) Aux termes de la présente disposition :

(a) la « nouvelle loi » désigne la loi applicable en vertu de cette Convention résultant du changement ;

(b) « l'ancienne loi » désigne la loi applicable en vertu de cette Convention antérieurement au changement.

(3) L'ancienne loi demeure applicable à :

(a) la question de savoir si un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire est opposable à :

(i) l'intermédiaire pertinent et à toute partie à un transfert des titres antérieure au changement de la loi au constituant du droit ;

[(ii) une personne qui postérieurement au changement de la loi procède à une saisie sur ces titres ;

(iii) un administrateur de l'insolvabilité dans une procédure d'insolvabilité ouverte après le changement de la loi ;]

(b) la priorité entre parties dont les droits ont été constitués avant le changement de la loi applicable.

(4) Sous réserve du paragraphe 3, la nouvelle loi régit, après le changement de la loi, toutes les questions mentionnées à l'article 2(1).

Article 6 Critères exclus

Pour déterminer la loi applicable en vertu de la présente Convention, il ne sera tenu aucun compte des éléments suivants :

(a) le lieu d'organisation, de constitution ou du siège statutaire de l'émetteur de titres, de son administration centrale, de son lieu ou principal lieu d'activité ou de son principal établissement ;

(b) les lieux où les certificats représentant ou matérialisant les titres sont situés ;

(c) tout lieu où est tenu par ou pour le compte de l'émetteur des titres un registre des titulaires des droits sur les titres ;

(d) le lieu de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent.

(2) Where paragraph (1) does not apply, that law is –

(a) the law in force in the State or the territorial unit of a Multi-unit State under whose law the relevant intermediary is incorporated or otherwise organised, at the time the account agreement is entered into;

(b) where sub-paragraph (a) does not apply, the law in force in the State or the territorial unit of a Multi-unit State in which the relevant intermediary has its place of business, or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business, at the time the account agreement is entered into.

(3) If, in a case to which paragraph (2)(a) applies, the relevant intermediary is incorporated or organised under the laws of a Multi-unit State and not those of one of its territorial units, the applicable law is the law in force in the territorial unit of that Multi-unit State in which the relevant intermediary has its place of business, or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business, at the time the account agreement is entered into.

Article 5 bis Change of the applicable law

(1) This Article applies in the event of any change of the law applicable under this Convention.

(2) In this Article –

(a) "the old law" means the law applicable under this Convention prior to the change;

(b) "the new law" means the law applicable under this Convention after the change.

(3) The old law continues to govern –

(a) the effectiveness of an interest in securities held with an intermediary against –

(i) the relevant intermediary and any party to a disposition of the securities before the change of law;

[(ii) a person who after the change of law seeks to attach the securities;

(iii) an insolvency administrator in an insolvency proceeding opened after the change of law.]

(b) priority as between parties whose interests arose before the change of law.

(4) Subject to paragraph (3), after the change the new law governs all issues specified in Article 2(1).

Article 6 Factors to be disregarded

In determining the applicable law under this Convention, no account shall be taken of the following factors –

(a) the place where the issuer of the securities is incorporated or organised or has its statutory seat, central administration, place or principal place of business, or registered office;

(b) the places where certificates representing or evidencing securities are located;

(c) the place where a register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located;

(d) the place where any intermediary other than the relevant intermediary is located.

Article 7 Insolvabilité [à discuter]

(1) L'ouverture d'une procédure d'insolvabilité en vertu d'une loi autre que la loi applicable en vertu des articles 4 et 5 n'affecte pas :

(a) la détermination des questions mentionnées à l'article 2, paragraphe premier, se rapportant à des titres qui ont été inscrits en compte ;

(b) un transfert de titres détenus auprès de cet intermédiaire rendu opposable conformément au droit de l'Etat du lieu de cet intermédiaire.

(2) La présente Convention ne porte pas préjudice à l'application de toute règle de droit matériel ou de procédure d'insolvabilité se rapportant :

(a) au rang des catégories de créances ou à la nullité d'un transfert effectué au mépris des règles sur la période suspecte ou en fraude des droits des créanciers ; ou

(b) à l'exercice de droits à compter de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité.

Article 8 Applicabilité générale de la Convention

La présente Convention est applicable même si la loi qu'elle désigne est celle d'un Etat non contractant.

Article 9 Exclusion du renvoi

Au sens de la présente Convention, le terme « loi » désigne le droit en vigueur d'un Etat, à l'exclusion des règles de conflit de lois.

Article 10 Ordre public et lois d'application immédiate

(1) L'application de la loi désignée par les dispositions de la présente Convention ne peut être écartée que si elle conduit à un résultat manifestement contraire à l'ordre public du for.

(2) La présente Convention ne porte pas atteinte aux dispositions de la loi du for dont l'application s'impose même aux situations internationales, quelle que soit la loi désignée par les règles de conflit de lois.

(3) Les dispositions de la loi du for imposant des conditions relatives à l'opposabilité ou se rapportant au rang entre droits concurrents ne peuvent être appliquées en vertu de cet article, sauf si la loi du for est la loi applicable en vertu de la présente Convention.

Article 11 Détermination de la loi applicable en relation avec un Etat à plusieurs unités

(1) Si le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu que la loi applicable est la loi d'une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités,

(a) la référence à l'article 4(1) à l'Etat convenu vise cette unité territoriale ;

(b) la référence à « cet Etat » dans la condition énoncée à l'article 4(1) vise l'Etat à plusieurs unités lui-même.

(2) En appliquant la présente Convention, la loi applicable dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités couvre tant la loi de cette unité territoriale que, dans la mesure applicable dans cette unité territoriale, la loi de l'Etat à plusieurs unités lui-même.

(3) Un Etat à plusieurs unités peut déclarer que si, en vertu de l'article 5, la loi applicable est la loi de cet Etat à plusieurs unités ou de l'une de ses unités territoriales, les règles de conflit internes en vigueur dans cet Etat à

Article 7 Insolvency [to be examined]

(1) The opening of an insolvency proceeding under a law other than the law applicable under Article 4 or, as the case may be, Article 5 does not affect –

(a) the determination of issues specified in Article 2(1) in respect of securities that have been credited to a securities account; or

(b) a disposition of securities held with the relevant intermediary that has been perfected in accordance with the law of the State of the place of that intermediary.

(2) Nothing in this Convention affects the application of any rules of substantive or procedural insolvency law relating to –

(a) the ranking of categories of claim or the avoidance of a disposition as a preference or a transfer in fraud of creditors; or

(b) the enforcement of rights after the opening of an insolvency proceeding.

Article 8 General applicability

This Convention applies whether or not the applicable law is that of a Contracting State.

Article 9 Exclusion of choice of law rules (renvoi)

In this Convention, the term "law" means the law in force in a State other than its choice of law rules.

Article 10 Public policy and internationally mandatory rules

(1) The application of the law determined by this Convention may be refused only if the effects of its application would be manifestly contrary to the public policy of the forum.

(2) This Convention does not prevent the application of those provisions of the law of the forum which, irrespective of rules of conflict of laws, must be applied even to international situations.

(3) This Article does not permit application of provisions of the law of the forum imposing requirements with respect to perfection or relating to priorities between competing interests, unless the law of the forum is the law applicable under this Convention.

Article 11 Determination of the applicable law for Multi-unit States

(1) If the account holder and the relevant intermediary have agreed on the law of a specified territorial unit of a Multi-unit State, then –

(a) the reference to the agreed State in Article 4(1) is to that territorial unit;

(b) the reference to "that State" in the second sentence of Article 4(1) is to the Multi-unit State itself.

(2) In applying this Convention, the law in force in a unit of a Multi-unit State includes both the law of that unit and, to the extent applicable in that unit, the law of the Multi-unit State itself.

(3) A Multi-unit State may declare that if, under Article 5, the applicable law is that of the Multi-unit State or one of its territorial units, the internal choice of law rules in

plusieurs unités détermineront si ce sont les règles de droit matériel de cet Etat à plusieurs unités ou d'une unité territoriale spécifique de cet Etat à plusieurs unités qui s'appliquent. Un Etat à plusieurs unités qui fait une telle déclaration [peut] [doit] communiquer des informations relatives au contenu de ces règles de conflit internes au Bureau Permanent.

(4) Un Etat à plusieurs unités peut déclarer que si la loi applicable en vertu de l'article 4 est la loi de l'une de ses unités territoriales, la loi de cette unité territoriale s'applique uniquement si l'intermédiaire pertinent a un établissement dans cette unité territoriale exerçant une des activités mentionnées à l'article 4(1), lettres (a) et (b). Une telle déclaration n'a aucun effet sur un transfert effectué avant que la déclaration ne prenne effet.

Article 12 Interprétation uniforme

Pour l'interprétation de la présente Convention, il sera tenu compte de son caractère international et de la nécessité de promouvoir l'uniformité de son application.

Article 13 Examen du fonctionnement pratique de la Convention

Le Secrétaire général de la Conférence de La Haye de droit international privé convoque périodiquement une Commission spéciale afin d'examiner le fonctionnement pratique de la Convention et l'opportunité d'apporter des modifications à celle-ci.

Article 14 Amendements à la Convention

(1) Un Etat contractant peut soumettre des propositions d'amendements à cette Convention au Secrétaire général de la Conférence de La Haye de droit international privé, lequel consultera alors les Etats contractants et [si une majorité de [deux tiers] des Etats contractants approuve la proposition] réunira une Commission spéciale en vue d'examiner les amendements proposés.

(2) Tout amendement approuvé par la Commission spéciale sera alors présenté sous forme de Protocole. Les articles 15 à 17 s'appliquent à ce Protocole.

Article 15 Signature, Ratification, Acceptation, Approbation ou Adhésion

(1) La Convention est ouverte à la signature de tous les Etats.

(2) La Convention pourra donner lieu à la ratification, à l'acceptation, à l'approbation ou à l'adhésion des Etats signataires.

(3) Un Etat qui ne signe pas la présente Convention peut y adhérer en tout temps.

(4) Les instruments de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion seront déposés auprès du Ministère des Affaires Etrangères du Royaume des Pays-Bas, dépositaire de la Convention.

Article 16 Organisations régionales d'intégration économique

(1) Une organisation régionale d'intégration économique constituée par des Etats souverains et ayant compétence sur certaines matières régies par la présente Convention peut elle aussi signer, accepter et approuver la présente Convention ou y adhérer. En pareil cas, l'organisation régionale d'intégration économique aura les mêmes droits et obligations qu'un Etat contractant, dans la mesure où cette organisation a compétence sur des matières régies

force in that Multi-unit State shall determine whether the substantive rules of law of that Multi-unit State or of a particular territorial unit of that Multi-unit State shall apply. A Multi-unit State that makes such a declaration [may] [shall] communicate information concerning the content of those internal choice of law rules to the Permanent Bureau.

(4) A Multi-unit State may declare that if the applicable law under Article 4 is that of one of its territorial units, the law of that territorial unit only applies if the relevant intermediary has an office within that territorial unit engaged in one of the activities mentioned in Article 4(1), subparagraphs (a) and (b). Such a declaration shall have no effect on dispositions made before that declaration becomes effective.

Article 12 Uniform interpretation

In the interpretation of this Convention, regard is to be had to its international character and to the need to promote uniformity in its application.

Article 13 Review of practical operation of the Convention

The Secretary General of the Hague Conference on Private International Law shall at regular intervals convene a Special Commission to review the practical operation of the Convention and to consider whether any amendments to this Convention are desirable.

Article 14 Amendments to the Convention

(1) A Contracting State may submit proposals for amendments to this Convention to the Secretary General of the Hague Conference on Private International Law, who shall then consult the Contracting States, and [if a majority of [two thirds] of the Contracting States approves the proposal] shall convene a Special Commission to consider the proposed amendments.

(2) Any amendments approved by the Special Commission shall be laid down in a Protocol. Articles 15 to 17 apply to this Protocol.

Article 15 Signature, ratification, acceptance, approval or accession

(1) This Convention shall be open for signature by all States.

(2) This Convention is subject to ratification, acceptance, approval or accession by the signatory States.

(3) Any State which does not sign this Convention may accede to it at any time.

(4) The instruments of ratification, acceptance, approval or accession shall be deposited with the Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of the Netherlands, Depositary of the Convention.

Article 16 Regional organisations

(1) A Regional Economic Integration Organisation which is constituted by sovereign States and has competence over certain matters governed by this Convention may similarly sign, accept, approve or accede to this Convention. The Regional Economic Integration Organisation shall in that case have the rights and obligations of a Contracting State, to the extent that that Organisation has competence

par la présente Convention. Lorsque le nombre d'Etats contractants est pertinent dans la présente Convention, l'organisation régionale d'intégration économique n'est pas comptée comme Etat contractant en plus de ses Etats membres qui sont des Etats contractants.

(2) Au moment de la signature, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, l'organisation régionale d'intégration économique présente au dépositaire une déclaration indiquant les matières régies par la présente Convention pour lesquelles ses Etats membres ont délégué leur compétence à cette organisation. L'organisation régionale d'intégration économique doit informer sans retard le dépositaire de toute modification intervenue dans la délégation de compétence, y compris de nouvelles délégations de compétence, spécifiée dans la déclaration faite en vertu du présent paragraphe.

(3) Toute référence à « Etat contractant » ou « Etats contractants » dans la présente Convention s'applique également à une organisation régionale d'intégration économique, lorsque le contexte requiert qu'il en soit ainsi.

Article 17 Entrée en vigueur

(1) La Convention entrera en vigueur le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après le dépôt du troisième instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion prévu par l'article 15.

(2) Par la suite, la Convention entrera en vigueur :

(a) pour chaque Etat ratifiant, acceptant, approuvant ou adhérant postérieurement, le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après le dépôt de son instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion ;

(b) pour les unités territoriales auxquelles la Convention a été étendue conformément à l'article 18(1), le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après la notification visée dans l'article.

Article 18 Etat à plusieurs unités

(1) Un Etat à plusieurs unités pourra, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, déclarer que la Convention s'appliquera à toutes ses unités territoriales ou seulement à l'une ou à plusieurs d'entre elles, et pourra à tout moment modifier cette déclaration en faisant une nouvelle déclaration.

(2) Ces déclarations seront notifiées au dépositaire et indiqueront expressément les unités territoriales auxquelles la Convention s'applique.

(3) Si un Etat ne fait pas de déclaration en vertu du présent article, la Convention s'appliquera à l'ensemble du territoire de cet Etat.

Article 19 Rang entre transferts effectués avant et après l'entrée en vigueur de la Convention

Dans un Etat contractant, la loi applicable en vertu de cette Convention détermine si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire acquis postérieurement à l'entrée en vigueur de la Convention pour cet Etat, a pour effet d'éteindre ou de primer le droit d'une autre personne acquis antérieurement à l'entrée en vigueur de la Convention pour cet Etat.

over matters governed by this Convention. Where the number of Contracting States is relevant in this Convention, the Regional Economic Integration Organisation shall not count as a Contracting State in addition to its Member States which are Contracting States.

(2) The Regional Economic Integration Organisation shall, at the time of signature, acceptance, approval or accession, make a declaration to the Depositary specifying the matters governed by this Convention in respect of which competence has been transferred to that Organisation by its Member States. The Regional Economic Integration Organisation shall promptly notify the Depositary of any changes to the distribution of competence, including new transfers of competence, specified in the declaration under this paragraph.

(3) Any reference to a "Contracting State" or "Contracting States" in this Convention applies equally to a Regional Economic Integration Organisation where the context so requires.

Article 17 Entry into force

(1) The Convention shall enter into force on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after the deposit of the third instrument of ratification, acceptance, approval or accession referred to in Article 15.

(2) Thereafter the Convention shall enter into force –

(a) for each State subsequently ratifying, accepting, approving or acceding to it, on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after the deposit of its instrument of ratification, acceptance, approval or accession;

(b) for a territorial unit to which this Convention has been extended by a declaration under Article 18(1), on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after that declaration.

Article 18 Multi-unit States

(1) A Multi-unit State may at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession declare that this Convention shall extend to all its territorial units or only to one or more of them and may modify this declaration by submitting another declaration at any time.

(2) Any such declaration shall be notified to the Depositary and shall state expressly the territorial units to which the Convention applies.

(3) If a State makes no declaration under this Article, this Convention is to extend to all territorial units of that State.

Article 19 Priority between pre-Convention and post-Convention interests

In a Contracting State, the law applicable under this Convention determines whether a person's interest in securities held with an intermediary acquired after the Convention entered into force for that State extinguishes or has priority over another person's interest acquired before the entry into force for that State.

Article 20 Interprétation des accords conclus antérieurement à la Convention

(1) [Pour un Etat contractant,] toute référence dans cette Convention à une convention de compte comprend les conventions conclues avant l'entrée en vigueur de la présente Convention [pour cet Etat] [conformément à l'article 17(1)] et les paragraphes suivants s'appliquent à de telles conventions.

(2) Une disposition expresse contenue dans une convention de compte dont il résulte, selon la loi régissant cette convention, que la loi en vigueur dans un Etat ou dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités s'appliquerait à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) aura cet effet en vertu de la présente Convention, si :

(a) l'intermédiaire pertinent avait, lors de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat remplissant les conditions prévues à la deuxième phrase de l'article 4(1) ; et

(b) la convention de compte ne prévoit pas expressément que le compte est tenu dans un autre Etat.

(3) Lorsque les parties à des conventions de compte autres que celles visées au paragraphe 2, ont convenu que le compte de titres serait tenu dans un Etat ou dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, la loi en vigueur dans cet Etat ou cette unité territoriale s'applique à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) si l'intermédiaire pertinent avait, lors de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat remplissant les conditions prévues à la deuxième phrase de l'article 4(1). Un tel accord peut être exprès ou résulter de manière implicite des dispositions du contrat dans son ensemble ou des circonstances extérieures à celui-ci.

Article 21 Dénonciation

(1) Tout Etat contractant pourra dénoncer la Convention par une notification adressée par écrit au dépositaire.

(2) La dénonciation prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de douze mois après la date de réception de la notification par le dépositaire. Lorsqu'une période plus longue pour la prise d'effet de la dénonciation est spécifiée dans la notification, la dénonciation prendra effet à l'expiration de la période en question après la date de réception de la notification.

Article 22 Notifications par le dépositaire

A compléter.

[Autres clauses finales]

A compléter. Il a notamment été convenu d'inclure une clause générale sur les déclarations, y compris une disposition sur la possibilité de modifier une déclaration.

Article 20 Interpretation of pre-Convention account agreements

(1) [In a Contracting State,] references in this Convention to an account agreement include an account agreement made before this Convention entered into force [for that State] [pursuant to Article 17(1)]; and the following provisions of this Article apply to such an agreement.

(2) An express provision in an account agreement which would have the effect, under the law governing that agreement, that the law in force in a particular State, or a territorial unit of a particular State, applies to all the issues specified in Article 2(1) shall have that effect under this Convention, provided that –

(a) the relevant intermediary had, at the time of the agreement, an office in that State which satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1); and

(b) the account agreement does not expressly provide that the securities account is maintained in a different State.

(3) If the parties to an account agreement, other than an agreement to which paragraph (2) applies, have agreed that the securities account is maintained in a particular State, or a territorial unit of a particular State, the law in force in that State or territorial unit is the law applicable to all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time of the agreement, an office in that State which satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1). Such an agreement may be express or implied from the terms of the contract considered as a whole or from the surrounding circumstances.

Article 21 Denunciation

(1) A Contracting State may denounce the Convention by a notification in writing addressed to the Depositary.

(2) The denunciation takes effect on the first day of the month following the expiration of twelve months after the notification is received by the Depositary. Where a longer period for the denunciation to take effect is specified in the notification, the denunciation takes effect upon the expiration of such longer period after the notification is received by the Depositary.

Article 22 Notifications by the Depositary

To be completed.

[Other final clauses]

To be completed. It was agreed to include a general clause on declarations, including a provision on possible modifications to declarations.

Document de travail No 20

Working Document No 20

Distribué le lundi 9 décembre 2002

Distributed on Monday 9 December 2002

No 20 – Proposal by the delegation of Austria

Additional paragraph to Article 5bis dealing with change of law:

The relevant intermediary and the account holder are each obliged to disclose in writing upon the request by a third party claiming any right within the scope of the Convention within 3 banking days, counted at the place of the office which receives such request, the law to which the intermediary and the account holder agreed under Article 4(1). The obligation of the intermediary to disclose is subject to the identification of the respective account by the requesting party according to the law at the place of the said office including regulations of banking secrecy.

Short explanation:

Presently it does not seem assured that the third party will obtain the information needed to defend its rights. The proposal does not give more rights to third parties as they would presently have, except for the disclosure of the agreed law. Under existing law the third party will know or will be able to find out in most cases without the assistance of the intermediary or of the accountholder what the applicable proprietary law will be. This justifies the obligation to disclose this law, which might almost be freely chosen.

Distribué le mardi 10 décembre 2002

No 21 – Proposition du Comité de rédaction

Article 1 Définitions et interprétation

(1) Dans la présente Convention :

(a) « titres » désigne toutes actions, obligations ou autres instruments ou actifs financiers (autres que des espèces), ou tout droit sur ces titres ;

(b) « compte de titres » désigne un compte tenu par un intermédiaire au crédit duquel des titres peuvent être crédités ou débités;

(c) « intermédiaire » désigne toute personne qui, dans le cadre de son activité professionnelle ou à titre habituel, tient des comptes de titres pour autrui ou aussi bien pour autrui que pour son propre compte, et agit en cette qualité ;

(d) « titulaire de compte » désigne la personne au nom de laquelle un intermédiaire tient un compte de titres ;

(e) « convention de compte » désigne par rapport à un compte de titres la convention régissant ce compte de titres ;

(f) « titres détenus auprès d'un intermédiaire » désigne les droits d'un titulaire de compte résultant de l'inscription de titres en compte de titres ;

(g) « intermédiaire pertinent » désigne l'intermédiaire qui tient le compte de titres pour le titulaire du compte ;

(h) « transfert » désigne tout transfert de propriété, pur et simple ou à titre de garantie, ainsi que toute constitution de sûreté, avec ou sans dépossession ;

(i) « opposabilité » signifie l'accomplissement de toute formalité nécessaire en vue d'assurer le plein effet d'un transfert envers toute personne qui n'est pas partie à ce transfert ;

(j) « établissement » signifie un lieu d'activité où l'une des activités de l'intermédiaire est exercée, à l'exclusion d'un lieu destiné à l'exercice purement temporaire d'activités et d'un lieu d'activité de toute personne autre que l'intermédiaire ;

(k) « procédure d'insolvabilité » désigne une procédure collective, judiciaire ou administrative, y compris une procédure provisoire, dans laquelle les actifs et les activités du débiteur sont soumis au contrôle ou à la supervision d'un tribunal ou d'une autre autorité compétente aux fins de redressement ou de liquidation ;

(l) « Etat à plusieurs unités » désigne un Etat dans lequel deux ou plusieurs unités territoriales de cet Etat ou cet Etat et une ou plusieurs de ses unités territoriales ont leurs

Distributed on Tuesday 10 December 2002

No 21 – Proposal of the Drafting Committee

Article 1 Definitions and interpretation

(1) In this Convention –

(a) "securities" means any shares, bonds or other financial instruments or assets (other than cash), or any interest therein;

(b) "securities account" means an account maintained by an intermediary to which securities may be credited or debited;

(c) "intermediary" means a person that in the course of a business or other regular activity maintains securities accounts for others or both for others and for its own account and is acting in that capacity;

(d) "account holder" means a person in whose name an intermediary maintains a securities account;

(e) "account agreement" means, in relation to a securities account, the agreement governing that securities account;

(f) "securities held with an intermediary" means the rights of an account holder resulting from a credit of securities to a securities account;

(g) "relevant intermediary" means the intermediary that maintains the securities account for the account holder;

(h) "disposition" means any transfer of title whether outright or by way of security and any grant of a security interest whether possessory or non-possessory;

(i) "perfection" means completion of any steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition;

(j) "office" means a place of business at which any of the activities of the intermediary are carried on, excluding a place of business which is intended to be merely temporary and a place of business of any person other than the intermediary;

(k) "insolvency proceeding" means a collective judicial or administrative proceeding, including an interim proceeding, in which the assets and affairs of the debtor are subject to control or supervision by a court or other competent authority for the purpose of reorganisation or liquidation;

(l) "Multi-unit State" means a State within which two or more territorial units of that State, or both the State and one or more of its territorial units, have their own rules of

propres règles de droit se rapportant aux questions mentionnées à l'article 2(1).

(2) Toute référence dans cette Convention à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend :

(a) un transfert ayant comme objet un compte de titres ; et

(b) un transfert en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte, y compris un privilège légal.

(3) Une personne n'est pas considérée comme intermédiaire au sens de la présente Convention pour la seule raison :

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

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

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

(5) Pour des titres inscrits en compte de titres qu'une personne tient en qualité d'opérateur d'un système pour la tenue et le transfert de tels titres sur les livres de l'émetteur ou d'autres livres qui constituent l'inscription primaire des droits sur ces titres envers l'émetteur, l'État contractant en vertu de la loi duquel ces titres sont constitués peut déclarer que la personne qui opère ce système n'est pas considérée comme intermédiaire au sens de la présente Convention.

Article 2 Portée de la Convention et de la loi applicable

(1) La présente Convention détermine la loi applicable aux questions suivantes en rapport avec des titres détenus auprès d'un intermédiaire :

(a) la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et de tiers des droits résultant de l'inscription de titres en compte de titres ;

(b) la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et de tiers d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(c) les éventuelles conditions d'opposabilité d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(d) si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire a pour effet d'éteindre ou de primer le droit d'une autre personne ;

(e) les éventuelles obligations d'un intermédiaire envers une personne autre que le titulaire de compte qui revendique, en concurrence avec le titulaire de compte ou une autre personne, des droits concurrents sur des titres détenus auprès de cet intermédiaire ;

(f) les éventuelles conditions à la réalisation d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ; et

(g) si le transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire s'étend aux droits aux dividendes, revenus, autres distributions et remboursements, produits de cession ou tous autres produits.

law in respect of any of the issues specified in Article 2(1).

(2) References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include –

(a) a disposition of a securities account; and

(b) a disposition, as well as a lien by operation of law, in favour of the account holder's intermediary.

(3) A person shall not be considered an intermediary for the purposes of this Convention merely because –

(a) it acts as registrar or transfer agent for an issuer of securities; or

(b) it records in its own books details of securities credited to securities accounts maintained by an intermediary in the names of other persons for whom it acts as manager or agent or otherwise in a purely administrative capacity.

(4) Subject to paragraph (5), a person shall be regarded as an intermediary for the purposes of this Convention in relation to securities which are credited to securities accounts which it maintains in the capacity of a central securities depository or which are otherwise transferable by book entry across securities accounts which it maintains.

(5) In relation to securities which are credited to securities accounts maintained by a person in the capacity of operator of a system for the holding and transfer of such securities on records of the issuer or other records which constitute the primary record of entitlement to them as against the issuer, the Contracting State under whose law those securities are constituted may by a declaration provide that the person which operates that system is not to be regarded as an intermediary for the purposes of this Convention.

Article 2 Scope of the Convention and of the applicable law

(1) This Convention determines the law applicable to the following issues in respect of securities held with an intermediary –

(a) the legal nature and effects against the intermediary and third parties of the rights resulting from a credit of securities to a securities account;

(b) the legal nature and effects against the intermediary and against third parties of a disposition of securities held with an intermediary;

(c) the requirements, if any, for perfection of a disposition of securities held with an intermediary;

(d) whether a person's interest in securities held with an intermediary extinguishes or has priority over another person's interest;

(e) the duties, if any, of an intermediary to a person other than the account holder who asserts in competition with the account holder or another person an interest in securities held with that intermediary;

(f) the requirements, if any, for the realisation of an interest in securities held with an intermediary; and

(g) whether a disposition of securities held with an intermediary extends to entitlements to dividends, income, other distributions or redemption, sale or other proceeds.

(2) Cette Convention détermine la loi applicable aux questions mentionnées au paragraphe premier (b) à (g) en rapport avec un transfert de titres ou d'un droit sur ces titres détenus auprès d'un intermédiaire, même si les droits résultant de l'inscription de ces titres à un compte de titres sont, conformément à la lettre (a), de nature contractuelle.

(3) Sous réserve du paragraphe (2), cette Convention ne détermine pas la loi applicable :

(a) aux droits et obligations résultant de l'inscription de titres à un compte de titres dans la mesure où de titres détenus auprès d'un intermédiaire, dans la mesure où ces droits et obligations sont de nature purement contractuelle ou autrement purement personnelle ;

(b) aux droits et obligations contractuels ou personnels des parties à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(c) aux droits et obligations d'un émetteur de titres ou d'un agent de registre ou de transfert d'un tel émetteur à l'égard du titulaire des droits sur les titres ou de toute autre personne.

Article 3 Caractère international d'une situation

La présente Convention s'applique à toutes les situations comportant un conflit entre les lois de différents Etats.

Article 4 Détermination de la loi applicable – Rattachement principal

(1) La loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) est la loi en vigueur dans l'Etat expressément convenu dans la convention de compte comme régissant celle-ci ou, si la convention de compte désigne expressément une autre loi applicable à toutes ces questions, cette autre loi. La loi désignée par la présente disposition ne s'applique que si l'intermédiaire pertinent a, au moment de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat, qui :

(a) soit seul, soit conjointement avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent dans cet Etat ou dans un autre Etat :

(i) effectue ou suit des inscriptions en comptes de titres ;

(ii) réalise l'administration de versements ou événements sociaux relatifs à des titres détenus auprès de l'intermédiaire ;

(iii) exerce autrement à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de compte ; ou

(b) est identifié au moyen d'un numéro de compte ou code bancaire ou autre mode d'identification spécifique comme tenant des comptes de titres dans cet Etat.

(2) Pour les besoins du paragraphe premier, lettre (a), un établissement n'exerce pas, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de comptes de titres :

(a) au seul motif que les installations de traitement de données et de comptabilité de comptes de titres y sont situées ;

(b) au seul motif que des centres d'appel pour communiquer avec des titulaires de compte y sont situés ou exploités ; ou

(c) au seul motif que les envois relatifs aux comptes de titres y sont organisés ou que le classement y est effectué ; ou

(d) qu'il exerce exclusivement des fonctions de représentation ou administratives, autres que celles se rapportant à l'ouverture ou à la tenue de comptes de titres, et qui n'a

(2) This Convention determines the law applicable to the issues referred to in paragraph (1)(b) to (g) in relation to a disposition of or interest in securities held with an intermediary even where the rights resulting from the credit of those securities to a securities account are determined under paragraph (1)(a) to be contractual in nature.

(3) Subject to paragraph (2), this Convention does not determine the law applicable to –

(a) the rights and duties arising from the credit of securities to a securities account to the extent that such rights or duties are purely contractual or otherwise purely personal;

(b) the contractual or other personal rights and duties of parties to a disposition of securities held with an intermediary; or

(c) the rights and duties of an issuer of securities or of an issuer's registrar or transfer agent, whether in relation to the holder of the securities or any other person.

Article 3 Internationality

This Convention applies in all cases involving a choice between the laws of different States.

Article 4 Determination of the applicable law – Primary rule

(1) The law applicable to all the issues in Article 2(1) is the law in force in the State expressly agreed in the account agreement as the State whose law governs the account agreement or, if the account agreement expressly provides that another law is applicable to all such issues, that other law. The law designated under this provision applies only if the relevant intermediary has, at the time of the agreement, an office in that State, which –

(a) alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary in that or another State –

(i) effects or monitors entries to securities accounts; or

(ii) administers payments or corporate actions relating to securities held with the intermediary; or

(iii) is otherwise engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts ; or

(b) is identified by an account number, bank code, or other specific means of identification as maintaining securities accounts in that State.

(2) For the purposes of paragraph (1)(a), an office is not engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts –

(a) merely because it is a place where the technology supporting the bookkeeping or data processing for securities accounts is located;

(b) merely because it is a place where call centres for communication with account holders are located or operated;

(c) merely because it is a place where the mailing relating to securities accounts is organised and file rooms are located; or

(d) if it engages solely in representational functions or administrative functions, other than those related to the establishment or maintenance of securities accounts, and

pas le pouvoir d'engager l'intermédiaire qu'il représente dans le domaine de l'activité commerciale de celui-ci, y compris en matière de conclusion de conventions de comptes.

(3) Par rapport à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire par un titulaire de compte de cet intermédiaire effectué en faveur de ce même intermédiaire, que ce dernier tienne ou non un compte de titres en son nom dans ses propres livres :

(a) la convention de compte pertinente pour la détermination de la loi applicable aux questions mentionnées à l'article 2(1) en rapport avec ce transfert en vertu des articles 4, 5(1) et 20, est la convention de compte entre ce titulaire de compte et cet intermédiaire ; et

(b) cet intermédiaire est l'intermédiaire pertinent pour la détermination de la loi applicable à toutes ces questions en rapport avec ce transfert en vertu de l'article 5(2) et (3).

Article 5 Détermination de la loi applicable – Rattachements subsidiaires

(1) Si la loi applicable n'est pas déterminée selon l'article 4(1), mais qu'il ressort clairement [des éléments pertinents] de la convention de compte, que celle-ci a été conclue par un établissement particulier de l'intermédiaire pertinent, la loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) est la loi en vigueur dans cet Etat ou dans l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités dans lequel cet établissement était situé à l'époque, sous réserve que celui-ci remplissait les conditions de la deuxième phrase de l'article 4(1). [Pour les besoins du présent article, les éléments pertinents de la convention de compte sont ceux qui se rapportent à la comparution des parties et ceux qui identifient ou décrivent les signataires de la convention de compte.]

(2) Si le paragraphe (1) est inapplicable, cette loi est :

(a) la loi en vigueur dans l'Etat ou l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités dont la loi régit la constitution ou l'organisation de l'intermédiaire pertinent au moment de la conclusion de la convention de compte ;

(b) si la lettre (a) est inapplicable, la loi en vigueur dans l'Etat ou l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités dans lequel l'intermédiaire pertinent exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, le lieu dans lequel est situé son principal lieu d'activité au moment de la conclusion de la convention de compte.

(3) Si dans la situation visée au paragraphe (2)(a), l'intermédiaire pertinent est constitué ou organisé en vertu des lois d'un Etat à plusieurs unités, mais non pas en vertu des lois d'une unité territoriale de cet Etat, cette loi est la loi de l'unité territoriale de cet Etat à plusieurs unités dans laquelle il exerce son activité au moment de la conclusion de la convention de compte et, en l'absence d'un lieu unique, la loi de l'unité territoriale dans laquelle est situé son principal lieu d'activité à ce moment.

Article 5 bis Protection des droits en cas de changement de la loi applicable

(1) Cet article s'applique lorsqu'une convention de compte est modifiée de manière à changer la loi applicable en vertu de la présente Convention.

(2) Aux termes de cet article :

(a) « l'ancienne loi » désigne la loi applicable en vertu de cette Convention antérieurement au changement ;

(b) la « nouvelle loi » désigne la loi applicable en vertu de cette Convention résultant du changement.

does not have authority to make any business decision for the account of the intermediary it represents, including contracting for any securities account.

(3) In relation to a disposition by an account holder of securities held with a particular intermediary in favour of that intermediary, whether or not that intermediary maintains a securities account on its own records for which it is the account holder –

(a) the relevant account agreement for the purposes of determining the law applicable to the issues specified in Article 2(1) in respect of that disposition pursuant to Articles 4, 5(1) and 20 is the account agreement between the account holder and that intermediary; and

(b) that intermediary is the relevant intermediary for purposes of determining the law applicable to all such issues in respect of that disposition pursuant to Article 5(2) and (3).

Article 5 Determination of the applicable law – Fall-back rules

(1) If the applicable law is not determined under Article 4, but it is clear from [the relevant parts of] the account agreement that the relevant intermediary entered into the account agreement through a particular office, then the law applicable to all the issues specified in Article 2(1) is the law in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, in which that office was then located, provided that that office satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1). [For this purpose the relevant parts of the account agreement are those which initially identify the parties and those which introduce or describe the signatories of the account agreement.]

(2) Where paragraph (1) does not apply, that law is –

(a) the law in force in the State or the territorial unit of a Multi-unit State under whose law the relevant intermediary is incorporated or otherwise organised, at the time the account agreement is entered into;

(b) where sub-paragraph (a) does not apply, the law in force in the State or the territorial unit of a Multi-unit State in which the relevant intermediary has its place of business, or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business, at the time the account agreement is entered into.

(3) If, in a case to which paragraph (2)(a) applies, the relevant intermediary is incorporated or organised under the laws of a Multi-unit State and not those of one of its territorial units, the applicable law is the law in force in the territorial unit of that Multi-unit State in which the relevant intermediary has its place of business, or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business, at the time the account agreement is entered into.

Article 5 bis Protection of rights on change of law

(1) This Article applies where an account agreement is amended so as to change the law applicable under this Convention.

(2) In this Article –

(a) "the old law" means the law applicable under this Convention prior to the change;

(b) "the new law" means the law applicable under this Convention after the change.

(3) En faveur de la personne qui n'a pas consenti au changement de la loi, l'ancienne loi demeure applicable à :

(a) l'existence d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire né avant le changement de la loi ainsi que les conditions d'opposabilité relatives à un transfert de tels titres effectué antérieurement au changement de la loi ;

(b) la question de savoir si un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire né avant le changement de la loi est opposable à :

(i) l'intermédiaire pertinent et à toute partie à un transfert des titres effectué antérieurement au changement de la loi ;

(ii) une personne qui postérieurement au changement de la loi procède à une saisie sur ces titres ;

(iii) un administrateur de l'insolvabilité dans une procédure d'insolvabilité ouverte après le changement de la loi ;

(c) la priorité entre parties dont les droits sont nés avant le changement de la loi applicable.

(4) Sous réserve des paragraphes (3) et (5), la nouvelle loi régit, après le changement de la loi, toutes les questions mentionnées à l'article 2(1).

(5) En déterminant selon la nouvelle loi toute question mentionnée à l'article 2(1), les paragraphes (3) et (4) ne s'appliquent pas de manière à conférer plus d'effets à un droit né avant le changement de la loi ou de manière à conférer à un tel droit un rang supérieur à celui dont il aurait bénéficié en vertu de la première loi.

Article 6 Critères exclus

Pour déterminer la loi applicable en vertu de la présente Convention, il ne sera tenu aucun compte des éléments suivants :

(a) le lieu d'organisation, de constitution ou du siège statutaire de l'émetteur de titres, de son administration centrale, de son lieu ou principal lieu d'activité ou de son principal établissement ;

(b) les lieux où les certificats représentant ou matérialisant les titres sont situés ;

(c) tout lieu où est tenu par ou pour le compte de l'émetteur des titres un registre des titulaires des droits sur les titres ;

(d) le lieu de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent.

Article 7 Insolvabilité

(1) Nonobstant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité, la loi applicable en vertu de la présente Convention régit les questions mentionnées à l'article 2(1) liées à tout évènement intervenu antérieurement à l'ouverture d'une telle procédure.

(2) La présente Convention ne porte pas préjudice à l'application de toute règle de droit matériel ou de procédure d'insolvabilité, telle que celle relative :

(a) au rang des catégories de créances ou à la nullité d'un transfert effectué au mépris des règles sur la période suspecte ou effectué en fraude des droits des créanciers ; ou

(b) à l'exercice de droits à compter de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité.

(3) In favour of a person who has not consented to the change, the old law continues to govern –

(a) the existence of an interest in securities held with an intermediary arising before the change of law and the perfection of a disposition of such securities made before the change of law;

(b) the effectiveness of an interest in securities held with an intermediary arising before the change of law against –

(i) the relevant intermediary and any party to a disposition of the securities made before the change of law;

(ii) a person who after the change of law attaches the securities; and

(iii) an insolvency administrator in an insolvency proceeding opened after the change of law;

(c) priority as between parties whose interests arose before the change of law.

(4) Subject to paragraphs (3) and (5), the new law governs all issues specified in Article 2(1) arising after the change.

(5) In determining under the new law any of the issues specified in Article 2(1), the rules in paragraphs (3) and (4) shall not apply so as to improve the rights conferred by an interest arising before the change of law or so as to confer on such an interest a priority greater than it would have had if the case had been decided under the old law.

Article 6 Factors to be disregarded

In determining the applicable law under this Convention, no account shall be taken of the following factors –

(a) the place where the issuer of the securities is incorporated or organised or has its statutory seat, central administration, place or principal place of business, or registered office;

(b) the places where certificates representing or evidencing securities are located;

(c) the place where a register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located;

(d) the place where any intermediary other than the relevant intermediary is located.

Article 7 Insolvency

(1) Notwithstanding the opening of an insolvency proceeding, the law applicable under this Convention governs the issues specified in Article 2(1) with respect to any event that has occurred before the opening of that insolvency proceeding.

(2) Nothing in this Convention affects the application of any substantive or procedural insolvency rules, including any rules relating to –

(a) the ranking of categories of claim or the avoidance of a disposition as a preference or a transfer in fraud of creditors; or

(b) the enforcement of rights after the opening of an insolvency proceeding.

Article 8 Applicabilité générale de la Convention

La présente Convention est applicable même si la loi qu'elle désigne est celle d'un Etat non contractant.

Article 9 Exclusion du renvoi

Au sens de la présente Convention, le terme « loi » désigne le droit en vigueur d'un Etat, à l'exclusion des règles de conflit de lois.

Article 10 Ordre public et lois d'application immédiate

(1) L'application de la loi désignée par les dispositions de la présente Convention ne peut être écartée que si elle conduit à un résultat manifestement contraire à l'ordre public du for.

(2) La présente Convention ne porte pas atteinte aux dispositions de la loi du for dont l'application s'impose même aux situations internationales, quelle que soit la loi désignée par les règles de conflit de lois.

(3) Les dispositions de la loi du for imposant des conditions relatives à l'opposabilité ou se rapportant au rang entre droits concurrents ne peuvent être appliquées en vertu de cet article, sauf si la loi du for est la loi applicable en vertu de la présente Convention.

Article 11 Détermination de la loi applicable en relation avec un Etat à plusieurs unités

(1) Si le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu que la loi applicable est la loi d'une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités,

(a) la référence à l'article 4(1) à l'Etat convenu vise cette unité territoriale ;

(b) la référence à « cet Etat » dans la condition énoncée à l'article 4(1) vise l'Etat à plusieurs unités lui-même.

(2) En appliquant la présente Convention, la loi applicable dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités couvre tant la loi de cette unité territoriale que, dans la mesure où elle est applicable dans cette unité territoriale, la loi de l'Etat à plusieurs unités lui-même.

(3) Un Etat à plusieurs unités peut déclarer que si, en vertu de l'article 5, la loi applicable est la loi de cet Etat à plusieurs unités ou de l'une de ses unités territoriales, les règles de conflit internes en vigueur dans cet Etat à plusieurs unités détermineront si ce sont les règles de droit matériel de cet Etat à plusieurs unités ou d'une unité territoriale spécifique de cet Etat à plusieurs unités qui s'appliquent. Un Etat à plusieurs unités qui fait une telle déclaration [peut] [doit] communiquer des informations relatives au contenu de ces règles de conflit internes au Bureau Permanent.

(4) Un Etat à plusieurs unités peut déclarer que si la loi applicable en vertu de l'article 4 est la loi de l'une de ses unités territoriales, la loi de cette unité territoriale s'applique uniquement si l'intermédiaire pertinent a un établissement dans cette unité territoriale exerçant une des activités mentionnées à l'article 4(1), lettres (a) et (b). Une telle déclaration n'a aucun effet sur un transfert effectué avant que la déclaration ne prenne effet.

Article 12 Interprétation uniforme

Pour l'interprétation de la présente Convention, il sera tenu compte de son caractère international et de la nécessité de promouvoir l'uniformité de son application.

Article 8 General applicability

This Convention applies whether or not the applicable law is that of a Contracting State.

Article 9 Exclusion of choice of law rules (renvoi)

In this Convention, the term "law" means the law in force in a State other than its choice of law rules.

Article 10 Public policy and internationally mandatory rules

(1) The application of the law determined by this Convention may be refused only if the effects of its application would be manifestly contrary to the public policy of the forum.

(2) This Convention does not prevent the application of those provisions of the law of the forum which, irrespective of rules of conflict of laws, must be applied even to international situations.

(3) This Article does not permit application of provisions of the law of the forum imposing requirements with respect to perfection or relating to priorities between competing interests, unless the law of the forum is the law applicable under this Convention.

Article 11 Determination of the applicable law for Multi-unit States

(1) If the account holder and the relevant intermediary have agreed on the law of a specified territorial unit of a Multi-unit State, then –

(a) the reference to the agreed State in Article 4(1) is to that territorial unit;

(b) the reference to "that State" in the second sentence of Article 4(1) is to the Multi-unit State itself.

(2) In applying this Convention, the law in force in a unit of a Multi-unit State includes both the law of that unit and, to the extent applicable in that unit, the law of the Multi-unit State itself.

(3) A Multi-unit State may declare that if, under Article 5, the applicable law is that of the Multi-unit State or one of its territorial units, the internal choice of law rules in force in that Multi-unit State shall determine whether the substantive rules of law of that Multi-unit State or of a particular territorial unit of that Multi-unit State shall apply. A Multi-unit State that makes such a declaration [may] [shall] communicate information concerning the content of those internal choice of law rules to the Permanent Bureau.

(4) A Multi-unit State may declare that if the applicable law under Article 4 is that of one of its territorial units, the law of that territorial unit only applies if the relevant intermediary has an office within that territorial unit engaged in one of the activities mentioned in Article 4(1)(a) and (b). Such a declaration shall have no effect on dispositions made before that declaration becomes effective.

Article 12 Uniform interpretation

In the interpretation of this Convention, regard is to be had to its international character and to the need to promote uniformity in its application.

Article 13 Examen du fonctionnement pratique de la Convention

Le Secrétaire général de la Conférence de La Haye de droit international privé convoque périodiquement une Commission spéciale afin d'examiner le fonctionnement pratique de la Convention et l'opportunité d'apporter des modifications à celle-ci.

Article 14 Amendements à la Convention

(1) Un Etat contractant peut soumettre des propositions d'amendements à cette Convention au Secrétaire général de la Conférence de La Haye de droit international privé, lequel consultera alors les Etats contractants et [si une majorité de [deux tiers] des Etats contractants approuve la proposition] réunira une Commission spéciale en vue d'examiner les amendements proposés.

(2) Tout amendement approuvé par la Commission spéciale sera alors présenté sous forme de Protocole. Les articles 15 à 17 s'appliquent à ce Protocole.

Article 15 Signature, Ratification, Acceptation, Approbation ou Adhésion

(1) La Convention est ouverte à la signature de tous les Etats.

(2) La Convention pourra donner lieu à la ratification, à l'acceptation, à l'approbation ou à l'adhésion des Etats signataires.

(3) Un Etat qui ne signe pas la présente Convention peut y adhérer en tout temps.

(4) Les instruments de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion seront déposés auprès du Ministère des Affaires Étrangères du Royaume des Pays-Bas, dépositaire de la Convention.

Article 16 Organisations régionales d'intégration économique

(1) Une organisation régionale d'intégration économique constituée par des Etats souverains et ayant compétence sur certaines matières régies par la présente Convention peut elle aussi signer, accepter et approuver la présente Convention ou y adhérer. En pareil cas, l'organisation régionale d'intégration économique aura les mêmes droits et obligations qu'un Etat contractant, dans la mesure où cette organisation a compétence sur des matières régies par la présente Convention. Lorsque le nombre d'Etats contractants est pertinent dans la présente Convention, l'organisation régionale d'intégration économique n'est pas comptée comme Etat contractant en plus de ses Etats membres qui sont des Etats contractants.

(2) Au moment de la signature, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, l'organisation régionale d'intégration économique présente au dépositaire une déclaration indiquant les matières régies par la présente Convention pour lesquelles ses Etats membres ont délégué leur compétence à cette organisation. L'organisation régionale d'intégration économique doit informer sans retard le dépositaire de toute modification intervenue dans la délégation de compétence, y compris de nouvelles délégations de compétence, spécifiée dans la déclaration faite en vertu du présent paragraphe.

(3) Toute référence à « Etat contractant » ou « Etats contractants » dans la présente Convention s'applique également à une organisation régionale d'intégration économique, lorsque le contexte requiert qu'il en soit ainsi.

Article 13 Review of practical operation of the Convention

The Secretary General of the Hague Conference on Private International Law shall at regular intervals convene a Special Commission to review the practical operation of the Convention and to consider whether any amendments to this Convention are desirable.

Article 14 Amendments to the Convention

(1) A Contracting State may submit proposals for amendments to this Convention to the Secretary General of the Hague Conference on Private International Law, who shall then consult the Contracting States, and [if a majority of [two thirds] of the Contracting States approves the proposal] shall convene a Special Commission to consider the proposed amendments.

(2) Any amendments approved by the Special Commission shall be laid down in a Protocol. Articles 15 to 17 apply to this Protocol.

Article 15 Signature, ratification, acceptance, approval or accession

(1) This Convention shall be open for signature by all States.

(2) This Convention is subject to ratification, acceptance, approval or accession by the signatory States.

(3) Any State which does not sign this Convention may accede to it at any time.

(4) The instruments of ratification, acceptance, approval or accession shall be deposited with the Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of the Netherlands, Depositary of the Convention.

Article 16 Regional organisations

(1) A Regional Economic Integration Organisation which is constituted by sovereign States and has competence over certain matters governed by this Convention may similarly sign, accept, approve or accede to this Convention. The Regional Economic Integration Organisation shall in that case have the rights and obligations of a Contracting State, to the extent that that Organisation has competence over matters governed by this Convention. Where the number of Contracting States is relevant in this Convention, the Regional Economic Integration Organisation shall not count as a Contracting State in addition to its Member States which are Contracting States.

(2) The Regional Economic Integration Organisation shall, at the time of signature, acceptance, approval or accession, make a declaration to the Depositary specifying the matters governed by this Convention in respect of which competence has been transferred to that Organisation by its Member States. The Regional Economic Integration Organisation shall promptly notify the Depositary of any changes to the distribution of competence, including new transfers of competence, specified in the declaration under this paragraph.

(3) Any reference to a "Contracting State" or "Contracting States" in this Convention applies equally to a Regional Economic Integration Organisation where the context so requires.

Article 17 Entrée en vigueur

(1) La Convention entrera en vigueur le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après le dépôt du troisième instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion prévu par l'article 15.

(2) Par la suite, la Convention entrera en vigueur :

(a) pour chaque Etat ratifiant, acceptant, approuvant ou adhérant postérieurement, le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après le dépôt de son instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion ;

(b) pour les unités territoriales auxquelles la Convention a été étendue conformément à l'article 18(1), le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après la notification visée dans l'article.

Article 18 Etat à plusieurs unités

(1) Un Etat à plusieurs unités pourra, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, déclarer que la Convention s'appliquera à toutes ses unités territoriales ou seulement à l'une ou à plusieurs d'entre elles, et pourra à tout moment modifier cette déclaration en faisant une nouvelle déclaration.

(2) Ces déclarations seront notifiées au dépositaire et indiqueront expressément les unités territoriales auxquelles la Convention s'applique.

(3) Si un Etat ne fait pas de déclaration en vertu du présent article, la Convention s'appliquera à l'ensemble du territoire de cet Etat.

Article 19 Rang entre transferts effectués avant et après l'entrée en vigueur de la Convention

Dans un Etat contractant, la loi applicable en vertu de cette Convention détermine si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire acquis postérieurement à l'entrée en vigueur de la Convention pour cet Etat, a pour effet d'éteindre ou de primer le droit d'une autre personne acquis antérieurement à l'entrée en vigueur de la Convention pour cet Etat.

Article 20 Interprétation des accords conclus antérieurement à la Convention

(1) [Pour un Etat contractant,] toute référence dans cette Convention à une convention de compte comprend les conventions conclues avant l'entrée en vigueur de la présente Convention [pour cet Etat] [conformément à l'article 17(1)] et les paragraphes suivants s'appliquent à de telles conventions.

(2) Une disposition expresse contenue dans une convention de compte dont il résulte, selon la loi régissant cette convention, que la loi en vigueur dans un Etat ou dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités s'appliquerait à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) aura cet effet en vertu de la présente Convention, si :

(a) l'intermédiaire pertinent avait, lors de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat remplissant les conditions prévues à la deuxième phrase de l'article 4(1) ; et

(b) la convention de compte ne prévoit pas expressément que le compte est tenu dans un autre Etat.

Article 17 Entry into force

(1) The Convention shall enter into force on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after the deposit of the third instrument of ratification, acceptance, approval or accession referred to in Article 15.

(2) Thereafter the Convention shall enter into force –

(a) for each State subsequently ratifying, accepting, approving or acceding to it, on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after the deposit of its instrument of ratification, acceptance, approval or accession;

(b) for a territorial unit to which this Convention has been extended by a declaration under Article 18(1), on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after that declaration.

Article 18 Multi-unit States

(1) A Multi-unit State may at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession declare that this Convention shall extend to all its territorial units or only to one or more of them and may modify this declaration by submitting another declaration at any time.

(2) Any such declaration shall be notified to the Depositary and shall state expressly the territorial units to which the Convention applies.

(3) If a State makes no declaration under this Article, this Convention is to extend to all territorial units of that State.

Article 19 Priority between pre-Convention and post-Convention interests

In a Contracting State, the law applicable under this Convention determines whether a person's interest in securities held with an intermediary acquired after the Convention entered into force for that State extinguishes or has priority over another person's interest acquired before the entry into force for that State.

Article 20 Interpretation of pre-Convention account agreements

(1) [In a Contracting State,] references in this Convention to an account agreement include an account agreement made before this Convention entered into force [for that State] [pursuant to Article 17(1)]; and the following provisions of this Article apply to such an agreement.

(2) An express provision in an account agreement which would have the effect, under the law governing that agreement, that the law in force in a particular State, or a territorial unit of a particular State, applies to all the issues specified in Article 2(1) shall have that effect under this Convention, provided that –

(a) the relevant intermediary had, at the time of the agreement, an office in that State which satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1); and

(b) the account agreement does not expressly provide that the securities account is maintained in a different State.

(3) Lorsque les parties à des conventions de compte autres que celles visées au paragraphe (2), ont convenu que le compte de titres serait tenu dans un Etat ou dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, la loi en vigueur dans cet Etat ou cette unité territoriale s'applique à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) si l'intermédiaire pertinent avait, lors de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat remplissant les conditions prévues à la deuxième phrase de l'article 4(1). Un tel accord peut être exprès ou résulter de manière implicite des dispositions du contrat dans son ensemble ou des circonstances extérieures à celui-ci.

Article 21 Dénonciation

(1) Tout Etat contractant pourra dénoncer la Convention par une notification adressée par écrit au dépositaire.

(2) La dénonciation prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de douze mois après la date de réception de la notification par le dépositaire. Lorsqu'une période plus longue pour la prise d'effet de la dénonciation est spécifiée dans la notification, la dénonciation prendra effet à l'expiration de la période en question après la date de réception de la notification.

Article 22 Notifications par le dépositaire

A compléter.

[Autres clauses finales]

A compléter. Il a notamment été convenu d'inclure une clause générale sur les déclarations, y compris une disposition sur la possibilité de modifier une déclaration.

(3) If the parties to an account agreement, other than an agreement to which paragraph (2) applies, have agreed that the securities account is maintained in a particular State, or a territorial unit of a particular State, the law in force in that State or territorial unit is the law applicable to all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time of the agreement, an office in that State which satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1). Such an agreement may be express or implied from the terms of the contract considered as a whole or from the surrounding circumstances.

Article 21 Denunciation

(1) A Contracting State may denounce the Convention by a notification in writing addressed to the Depositary.

(2) The denunciation takes effect on the first day of the month following the expiration of twelve months after the notification is received by the Depositary. Where a longer period for the denunciation to take effect is specified in the notification, the denunciation takes effect upon the expiration of such longer period after the notification is received by the Depositary.

Article 22 Notifications by the Depositary

To be completed.

[Other final clauses]

To be completed. It was agreed to include a general clause on declarations, including a provision on possible modifications to declarations.

Documents de travail Nos 22 à 23
Working Documents Nos 22 to 23

Distribués le mardi 10 décembre 2002

Distributed on Tuesday 10 December 2002

No 22 – Proposal of the delegation of the United States of America

Article 11

[. . .]

(2) In applying this Convention –

(a) the law in force in a unit of a Multi-unit State includes both the law of that unit and, to the extent applicable in that unit, the law of the Multi-unit State itself;

(b) if the law in force in a territorial unit designates the law of another territorial unit as the law governing perfection by public filing, recording, or registration, the applicable law with respect to that issue is the law of the other territorial unit.

[. . .]

No 23 – Proposition du Bureau Permanent – Proposal of the Permanent Bureau

PROPOSITIONS DE DISPOSITIONS GÉNÉRALES ET DE CLAUSES FINALES SOUMISES PAR LE BUREAU PERMANENT

I. *Introduction*

Ce document de travail contient les propositions soumises par le Bureau Permanent, relatives aux dispositions générales et clauses finales de l'avant-projet de Convention sur la loi applicable sur les titres intermédiés. Premièrement, il a été proposé que la *série* de clauses déjà incluse dans le texte devait être légèrement réorganisée. Deuxièmement, des projets de texte relatifs à de nouvelles clauses finales ont été soumis comme suit : article 20 *(Réserves)* ; article 21 *(Déclarations)* ; et article 23 *(Notifications par le dépositaire)*. Par ailleurs, par souci de cohérence, plusieurs légères modifications ont été suggérées quant aux articles existants (art. 1(5), 11, 16, 17 et 18).

II. *Réorganisation de l'ordre des clauses existantes*

En vue d'améliorer le déroulement logique des dispositions et d'être plus cohérent avec les Conventions de La Haye existantes, il a été suggéré de réorganiser la série de dispositions générales et clauses finales déjà prévues dans la Convention comme suit :

Dispositions générales :

L'*ordre* des articles 8 à 13 existants demeure inchangé :

Applicabilité générale de la Convention (art. 8)
Exclusion du renvoi (art. 9)
Ordre public et lois d'application immédiate (art. 10)
Détermination de la loi applicable en relation avec un Etat à plusieurs unités (art. 11)
Interprétation uniforme (art. 12)
L'examen du fonctionnement pratique de la Convention (art. 13)

Ensuite, il a été suggéré de remanier les dispositions actuelles de l'avant-projet de Convention concernant le *rang entre transferts effectués avant et après l'entrée en vigueur de la Convention* (art. 19) et *l'interprétation des accords conclus antérieurement à la Convention* (art. 20). Ces dispositions apparaissent actuellement dans les clauses finales. Il paraît préférable de les regrouper avec les dispositions générales, devenant ainsi le *nouvel article 14* (Rang entre transferts effectués avant et après l'entrée en vigueur de la Convention) et un *nouvel article 15* (Interprétation des accords conclus antérieurement à la Convention). Cette série serait suivie des clauses finales.

Clauses finales

L'ordre des clauses finales serait le suivant :

Signature, ratification, acceptation, approbation ou adhésion (art. 16)
Organisations régionales d'intégration économique (art. 17)
Entrée en vigueur (art. 18)
Etats à plusieurs unités (art. 19)

III. *Nouvelles dispositions*

Les clauses finales mentionnées ci-dessus seraient alors suivies par un *nouvel article 20* (Réserves), un *nouvel article 21* (Déclarations), *l'article 22* re-numéroté (Dénonciation) et un *nouvel article 23* (Notifications par le dépositaire).

Article 20 Réserve

Aucune réserve à la Convention n'est admise.

Une *réserve* est un mécanisme qui permet à l'Etat contractant qui l'utilise de ne pas appliquer une disposition spécifique d'une Convention. L'effet d'une réserve est de soustraire une disposition du reste du traité et ainsi la rendre non applicable pour l'Etat qui utilise le mécanisme de la réserve[1]. Lorsqu'une Convention n'admet pas les réserves, aucune ne peut être faite. D'autre part, cela n'affecte pas les *déclarations* faites en application de la Convention.

A la suite du nouvel article 20 sur les réserves, il a été suggéré d'insérer un nouvel article 21 qui serait *une clause relative aux déclarations générales*. Cette disposition spécifierait (1) *la façon dont* les déclarations devraient être effectuées ; (2) le *moment* de leur entrée en vigueur ; et (3) la *possibilité* et *conséquence* de leur *modification* et *retrait*. Il a cependant été suggéré que le moment où les déclarations devaient être effectuées devra être spécifié dans chacune des dispositions pertinentes permettant de faire des déclarations puisque les exigences varient en fonction de la déclaration en question (voir, par exemple, l'art. 18 existant (devenant le nouvel article 19) exigeant la formulation des déclarations au moment même de *la*

[1] Voir la Conférence de La Haye de droit international privé, *Actes et documents de la Treizième session (4 au 23 octobre 1976)*, Tome I, *Matières diverses*. La Haye 1978, p. 102. Un exemple d'une telle réserve serait l'article 33 de la *Convention de La Haye de 1970 sur l'obtention de preuves en matières civiles et commerciales* : cette disposition permet aux Etats contractants de se soustraire de l'application du chapitre II de cette Convention qui traite de l'obtention de preuve par des officiers diplomatiques, agents consulaires et commissaires. Voir aussi l'article 21 de la *Convention de La Haye de 1986 sur la loi applicable aux contrats de vente internationale de marchandises*.

signature, ratification, acceptation, approbation ou *adhésion,* alors que l'art. 11(4) permet d'effectuer les déclarations à tout moment, *i.e.* au moment de la signature, ratification, acceptation, approbation ou adhésion ou par la suite).

Avant de présenter la nouvelle clause sur les déclarations générales (nouvel art. 21), il semble utile d'examiner les changements nécessaires aux articles de la Convention qui permettent de faire des déclarations (voir les commentaires *infra* sur les articles 1(5), 11(3), 11(4), 17(2) et 19(2) et (3)) ou les mécanismes s'y rapportant (voir les commentaires, *infra*, sur l'art. 18(2)(a)).

Le Bureau Permanent suggère *les amendements suivants au texte de l'avant-projet de Convention* (tel que prévu dans le Doc. prél. No 15) afin de clarifier le *moment* où une déclaration peut être *faite* (art. 1(5), 11(4) et 19) :

Article 1 Définitions et interprétation

(5) Pour des titres inscrits en compte de titres qu'une personne tient en qualité d'opérateur d'un système pour la tenue et le transfert de tels titres sur les livres de l'émetteur ou d'autres livres qui constituent l'inscription primaire des droits sur ces titres envers l'émetteur, peut, à tout moment, faire une déclaration à l'effet que la personne qui opère ce système n'est pas considérée comme intermédiaire au sens de la présente Convention.

Article 11 Détermination de la loi applicable en relation avec un Etat à plusieurs unités

(3) Un Etat à plusieurs unités peut, au moment de la signature, ratification, acceptation, approbation ou adhésion, faire une déclaration à l'effet que si, en vertu de l'article 5, la loi applicable est la loi de cet Etat à plusieurs unités ou de l'une de ses unités territoriales, les règles de conflit internes en vigueur dans cet Etat à plusieurs unités détermineront si les règles de droit matériel de cet Etat à plusieurs unités ou d'une unité territoriale spécifique de cet Etat à plusieurs unités s'appliquent. Un Etat à plusieurs unités qui fait une telle déclaration [peut] [doit] communiquer des informations relatives au contenu de ces règles de conflit internes au Bureau Permanent.

(4) Un Etat à plusieurs unités peut, en tout temps, faire une déclaration à l'effet que si la loi applicable en vertu de l'article 4 est la loi d'une de ses unités territoriales, la loi de cette unité territoriale s'applique uniquement si l'intermédiaire pertinent a un établissement dans cette unité territoriale exerçant une des activités mentionnées à l'article 4(1), lettres (a) et (b). Une telle déclaration n'a aucun effet sur un transfert effectué avant que la déclaration ne prenne effet.

Article 19 Etat à plusieurs unités

(1) Un Etat à plusieurs unités peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration à l'effet que la Convention s'appliquera à toutes ses unités territoriales ou seulement à l'une ou à plusieurs d'entre elles[2].

(2) Ces déclarations devront indiquer[3] expressément les unités territoriales auxquelles la Convention s'applique.

(3) Si un État ne fait pas de déclaration en vertu du présent article, la Convention s'appliquera à l'ensemble du territoire de cet État.

Malgré qu'il puisse sembler qu'avec ces amendements, une disposition relative aux déclarations générales pourrait fonctionner efficacement, quelques autres modifications mineurs devraient être apportées pour des raisons de cohérence. Premièrement, en ce qui a trait à ***l'article 17*** qui porte sur les organisations régionales. Il est suggéré que la clause relative aux déclarations générales ne devrait pas couvrir les « déclarations » prévues à l'article 17 puisque ces dernières sont de nature différente. Tandis que les déclarations mentionnées aux articles 1(5), 11(4) et 19(1) sont liées à *l'application et à l'opération de la Convention*, la déclaration prévue à l'article 17, quant à elle, est une simple *déclaration fournissant de l'information* relativement à une situation *préexistante*. Il en résulte que la déclaration de l'article 17 ne nécessite pas « d'entrée en vigueur » puisqu'il ne s'agit pas d'une déclaration qui donne effet à son contenu. En d'autres termes, la « compétence » requise devant être décrite dans la déclaration existe déjà lorsque la déclaration est faite. De façon similaire, tout amendement ou retrait ne nécessite pas « d'entrée en vigueur ». Il faut simplement spécifier, à l'article 17 lui-même, *la façon* de faire une telle « déclaration ». Pour des raisons de cohérence, il est suggéré que la formulation pertinente soit la même que celle utilisée dans la clause de déclarations générales.

Dans cette perspective, il est suggéré ***d'amender l'article 17*** de la façon suivante :

Article 17 Organisations régionales d'intégration économique[4]

(2) Au moment de la signature, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, l'organisation régionale d'intégration économique présente au dépositaire[5] une déclaration écrite indiquant les matières régies par la présente Convention pour lesquelles ses États membres ont délégué leur compétence à cette organisation. L'organisation régionale d'intégration économique doit informer sans retard le dépositaire, par écrit, de toute modification intervenue dans la délégation de compétence, y compris de nouvelles délégations de compétence, spécifiée dans la déclaration faite en vertu du présent paragraphe en faisant une nouvelle déclaration.

Deuxièmement, un amendement mineur à ***l'article 18*** semble aussi nécessaire. Dans sa forme actuelle, cette disposition omet de faire référence aux organisations régionales d'intégration économique. Bien qu'en vertu de l'article 17(3) ces organes sont qualifiés « d'Etat contractant » ou « d'Etats contractants », ils ne sont toutefois pas couverts par la portée de l'article 18(2)(a) qui ne fait référence qu'à un « Etat ». Il s'ensuit qu'il n'est pas précisé dans le texte, le moment où la Convention entre en vigueur pour les organisations régionales d'intégration économique.

Dans cette perspective, il est suggéré ***d'amender l'article 18*** de la façon suivante :

Article 18 Entrée en vigueur

(2) Par la suite, la Convention entrera en vigueur :

(a) pour chaque État ou organisation d'intégration économique régionale couverte par l'article 17 ratifiant, accep-

[2] Si la Convention inclut une clause générale traitant des déclarations qui inclut la possibilité de modifier de telles déclarations (voir *infra*, article 21) il semble que la référence à la modification des déclarations n'est alors pas nécessaire à l'article 19(1).

[3] De façon similaire, si la clause de dispositions générales spécifie la manière de faire les déclarations, c'est-à-dire au dépositaire (voir *infra* l'article 21), cette phrase pourra alors être supprimée de l'article 19(2).

[4] Cet amendement au titre rend l'article 17 conforme à l'article 48 de la Convention UNIDROIT de 2001 relatives aux garanties internationales portant sur des biens matériels d'équipement mobiles, à partir duquel cette disposition a été rédigée.

[5] Il a été suggéré que le mot « dépositaire » commence par une majuscule partout dans la version anglaise de l'avant-projet de loi (tel qu'il est le cas à l'article 18).

Doc.trav./Work.Doc. Nos 22-23

tant, approuvant ou adhérant postérieurement, le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de [trois] [six] mois après le dépôt de son instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion ;

En considérant les motifs exposés ci-dessus, il est suggéré d'ajouter la disposition ***suivante comme clause de déclarations générales*** :

Article 21 Déclarations

Pour les fins des articles 1(5), 11(3), 11(4) et 19 –

(a) toute déclaration doit être notifiée par écrit au dépositaire ;

(b) tout Etat contractant peut à tout moment modifier une déclaration en faisant une nouvelle déclaration ;

(c) tout Etat contractant peut retirer une déclaration à tout moment ;

(d) toute déclaration faite au moment de la signature, ratification, acceptation, approbation ou adhésion prend effet simultanément avec l'entrée en vigueur de la Convention pour l'Etat concerné[6] ; toute déclaration faite à un moment ultérieur devra prendre effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'un délai de [trois] [six] mois après la notification faite par le dépositaire conformément à l'article 23[7] ;

(e) un retrait devra prendre effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'un délai de [trois] [six] mois après la notification faite par le dépositaire conformément à l'article 23.

Ce système de déclarations suggéré a été pensé de façon à couvrir l'entrée en vigueur de la Convention dans les *unités territoriales* pour lesquelles la Convention a été étendue par les Etats à plusieurs unités (art. 19(1)). Ce sujet est déjà couvert par l'article 18(2)(b). Par contre, on pourrait avancer que l'effet de cette dernière disposition est maintenant obtenu par l'application de la clause générale de déclaration suggérée.

Par exemple, si la Convention est déjà en vigueur en vertu de l'article 18 et qu'un Etat à plusieurs unités (Etat X), comprenant les unités territoriales A, B, C, D et E, décide d'y devenir partie. Les trois situations suivantes s'avèrent alors pertinentes :

(1) L'Etat X ne fait *aucune déclaration* en vertu de l'article 19(1) au moment de la signature, ratification, acceptation, approbation ou adhésion. En vertu de l'article 19(3), la Convention s'appliquera à toutes les unités, de A à E. La Convention entrera en vigueur pour l'Etat X (incluant A à E) conformément à l'article 18(2)(a).

(2) L'Etat X fait une déclaration en vertu de l'article 19(1) à l'effet que l'application de la Convention inclura seulement les unités A, B et C. Cette déclaration prendra effet conformément à l'article 21(d), c'est-à-dire au moment de l'entrée en vigueur de la Convention pour l'Etat X, qui est encore déterminé par l'article 18(2)(a).

(3) L'Etat X, par la suite, fait une nouvelle déclaration conformément à l'article 21(b) de façon à ce que la Convention s'étende aux unités A à E au lieu de A à C. Cette nouvelle déclaration entrera en vigueur conformément à l'article 21(d). Puisqu'il s'agit précisément du résultat obtenu par ***l'article 18(2)(b)***, ce dernier peut être ***supprimé***.

L'article 21 serait suivi de ***l'article 22 re-numéroté, portant sur la dénonciation*** de la Convention. La formulation de la dernière disposition demeure inchangée (voir l'article 21, tel que figurant au Document préliminaire No 15).

Finalement, ***un nouvel article 23 sur les notifications par le dépositaire*** serait ajouté :

Article 23 Notifications par le dépositaire[8]

Le dépositaire devrait notifier aux Membres[9] de la Conférence de La Haye de droit international privé ainsi qu'aux autres Etats et aux organisations régionales d'intégration économique qui ont signé, ratifié, accepté, approuvé ou adhéré conformément aux articles 16 et 17, les renseignements suivants :

(a) les signatures et ratifications, acceptations, approbations et adhésions prévues aux articles 16 et 17 ;

(b) la date d'entrée en vigueur de la Convention conformément à l'article 18 ;

(c) les déclarations et retraits des déclarations prévues à l'article 21 ;

(d) des déclarations et notifications des changements apportés à la distribution de compétence prévue à l'article 17 ;

(e) la dénonciation prévue à l'article 22.

Paragraphes finaux de la Convention

Comme toutes les autres Conventions de La Haye, l'avant-projet de Convention se terminera par les paragraphes suivants :

En foi de quoi, les soussignés, dûment autorisés, ont signé la présente Convention.

Fait à La Haye, le [...], en français et en anglais, les deux textes faisant également foi, en un seul exemplaire, qui sera déposé dans les archives du Gouvernement du Royaume des Pays-Bas et dont une copie certifiée conforme sera remise, par la voie diplomatique, à chacun des Membres de la Conférence de La Haye de droit international privé lors [...]

IV. *Conclusion*

Prenant en considération toutes les suggestions, les provisions générales et les dispositions finales de la Convention seraient les suivantes :

Article 8	Applicabilité générale de la Convention
Article 9	Exclusion du renvoi
Article 10	Ordre public et lois d'application immédiate
Article 11	Détermination de la loi applicable en relation avec un État à plusieurs unités
Article 12	Interprétation uniforme
Article 13	Examen du fonctionnement pratique de la Convention
Article 14	Rang entre transferts effectués avant et après l'entrée en vigueur de la Convention
Article 15	Interprétation des accords conclus antérieurement à la Convention
Article 16	Signature, Ratification, Acceptation, Approbation ou Adhésion

[6] Cette formulation renvoie aux articles 1(5), 11(4) [si la déclaration est faite au moment de la signature, ratification, acceptation, approbation ou adhésion] et aux articles 11(3) et 18(1).

[7] Cette formulation renvoie aux articles 1(5), 11(4) [si la déclaration est faite au moment de la signature, ratification, acceptation, approbation ou adhésion].

[8] Le Document préliminaire No 15 prévoit qu'une telle disposition devrait être incluse dans le texte (voir « Article 22 Notification par le dépositaire »).

[9] Le terme neutre « Membres » prend en considération la possibilité que, dans le futur, non seulement des « Etats » pourront être Membres de la Conférence de La Haye mais également des organes.

Article 17 Organisations régionales d'intégration économique
Article 18 Entrée en vigueur
Article 19 États à plusieurs unités
Article 20 Réserves
Article 21 Déclarations
Article 22 Dénonciation
Article 23 Notifications par le dépositaire

Paragraphes finaux

***

PROPOSALS RELATING TO GENERAL PROVISIONS AND FINAL CLAUSES SUBMITTED BY THE PERMANENT BUREAU

I. *Introduction*

This Working Document contains proposals submitted by the Permanent Bureau relating to the general provisions and the final clauses of the preliminary draft Convention on the law applicable to indirectly held securities. First, it is submitted that the *sequence* of clauses already contained in the text be slightly reordered. Secondly, draft texts for *new final clauses* are submitted: Article 20 (*reservations*); Article 21 (*declarations*); and Article 23 (*notifications by the depositary*). In addition, for the sake of consistency, there are several suggestions for slight amendments to existing Articles (Art. 1(5), 11, 16, 17 and 18).

II. *Reorganise the order of existing clauses*

With a view to improving the logical flow of provisions and to allow for consistency with existing Hague Conventions, it is suggested to reorganise the sequence of the general provisions and final clauses already contained in the Convention as follows:

General provisions:

The *order* of the existing Articles 8 to 13 would remain *unchanged*:

General applicability (Art. 8)
Exclusion of choice of law rules (*renvoi*) (Art. 9)
Public Policy and internationally mandatory rules (Art. 10)
Determination of the applicable law for Multi-unit States (Art. 11)
Uniform interpretation (Art. 12)
Review of practical operation of the Convention (Art. 13)

Then, however, it is suggested to move forward the current provisions on the *Priority between pre-Convention and post-Convention dispositions* (Art. 19) and on the *Interpretation of pre-Convention agreements* (Art. 20). These provisions do currently appear among the final clauses; it is suggested that they rather be grouped with the general provisions and hence become *new Article 14* (Priority between pre-Convention and post-Convention dispositions) and *new Article 15* (Interpretation of pre-Convention agreements). The sequence would then go on with the final clauses.

Final clauses:

The *order* of the final clauses would be as follows:

Signature, ratification, acceptance, approval or accession (Art. 16)
Regional organisations (Art. 17)
Entry into force (Art. 18)
Multi-unit States (Art. 19)

III. *New provisions*

The final clauses mentioned above would then be followed by a *new Article 20* (Reservations), a *new Article 21* (Declarations), the renumbered *Article 22* (Denunciations) and a *new Article 23* (Notifications by the Depositary).

Article 20 Reservations

No reservation to the Convention shall be permitted.

A *reservation* is a mechanism which permits a Contracting State making use of it not to apply a specific provision of a Convention. The effect of a reservation is thus to sever a provision from the rest of the treaty and hence to render a provision not applicable for a State which makes use of the reservation mechanism.[1] Where a Convention does not permit reservations, none can be made. On the other hand, this does not affect *declarations* pursuant to the Convention.

After the new Article 20 on reservations, it is suggested to insert a new Article 21, which would be a ***general declarations clause***. This provision would specify (1) *how* declarations should be made; (2) the *time* at which they take *effect*; and (3) the *possibility and effect* of their *modification* and *withdrawal*. It is, however, submitted that the *time* at which declarations must be *made* should be specified within each of the relevant provisions providing for the possibility of making a declaration, as this requirement differs depending on the declaration in question (see, *e.g.*, the existing Art. 18 (which would become Art. 19) which requires declarations to be made *at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession*, whereas Art. 11(4) permits declarations to be made at any time, *i.e.*, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, or subsequently).

Before presenting the new general declarations clause (new Art. 21), it would appear useful to consider the changes necessary to the Articles of the Convention providing the possibility of a declaration (see the comments *infra* on Articles 1(5), 11(3), 11(4), 17(2), and 19(2) and (3)) or related mechanisms (see the comments *infra* on Art. 18(2)(a)).

The Permanent Bureau suggests the ***following amendments to the text of the preliminary draft Convention*** (as contained in Prel. Doc. No 15) in order to clarify the *time* at which a declaration may be *made* (Art. 1(5), 11(4) and 19):

Article 1 Definitions and interpretation

(5) In relation to securities which are credited to securities accounts maintained by a person in the capacity of operator of a system for the holding and transfer of such securities on records of the issuer or other records which constitute the primary record of entitlement to them as against the issuer, the Contracting State under whose law those securities are constituted may, at any time, make a declaration that the person which operates that system is not to be regarded as an intermediary for the purposes of this Convention.

[1] See Hague Conference on private international law, *Actes et documents de la Treizième session (4 au 23 octobre 1976). Tome I, Matière diverses*/ Miscellaneous matters, The Hague 1978, p. 102. An example of such a reservation may be found in Art. 33 of the *Hague Convention of 1970 on the Taking of Evidence in Civil or Commercial Matters*: this provision permits Contracting States to exclude the application of Chapter II of the Convention, which deals with the taking of evidence by diplomatic officers, consular agents and commissioners. See also Art. 21 of the *Hague Convention of 1986 on the Law Applicable to Contracts for the International Sale of Goods*.

Doc.trav./Work.Doc. Nos 22-23

Article 11 Determination of the applicable law for Multi-unit States

(3) A Multi-unit State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that if, under Article 5, the applicable law is that of the Multi-unit State or one of its territorial units, the internal choice of law rules in force in that Multi-unit State shall determine whether the substantive rules of law of that Multi-unit State or of a particular territorial unit of that Multi-unit State shall apply. A Multi-unit State that makes such a declaration [may] [shall] communicate information concerning the content of those internal choice of law rules to the Permanent Bureau.

(4) A Multi-unit State may, at any time, make a declaration that if the applicable law under Article 4 is that of one of its territorial units, the law of that territorial unit only applies if the relevant intermediary has an office within that territorial unit engaged in one of the activities mentioned in Article 4(1)(a) and (b). Such a declaration shall have no effect on dispositions made before that declaration becomes effective.

Article 19 Multi-unit States

(1) A Multi-unit State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that this Convention shall extend to all its territorial units or only to one or more of them.[2]

(2) Any such declaration[3] shall state expressly the territorial units to which the Convention applies.

(3) If a State makes no declaration under this Article, this Convention is to extend to all territorial units of that State.

While it would appear that on the basis of the foregoing amendments, a general declarations provision could operate effectively, there are still some additional slight modifications in other provisions that are required for reasons of consistency. First, there is ***Article 17*** which deals with Regional Organisations. It is suggested that the general declarations clause should not cover the "declarations" envisaged in Article 17 as the latter are of a different nature. While the declarations mentioned in Articles 1(5), 11(4) and 19(1) relate to the actual *application and operation of the Convention,* the declaration envisaged in Article 17 is a mere *information-providing declaration*, regarding a *pre-existing* situation. It follows that the Article 17 declaration does not need to "enter into force" as it is not the declaration which gives effect to its contents. In other words, the "competence" which is required to be described in the declaration is already in existence when that declaration is made. Similarly, any amendment or withdrawal does not need to "enter into force". Thus, it would simply be necessary to specify within Article 17 itself, *how* such a "declaration" should be made. With a view to consistency, it is suggested that the relevant language be equivalent to the manner specified in the general declarations clause.

Against this background, the following ***amendments to Article 17*** are suggested:

Article 17 Regional Economic Integration[4] *Organisations*

(2) The Regional Economic Integration Organisation shall, at the time of signature, acceptance, approval or accession, make a declaration notified in writing to the Depositary[5] specifying the matters governed by this Convention in respect of which competence has been transferred to that Organisation by its Member States. The Regional Economic Integration Organisation shall promptly notify the Depositary in writing of any changes to the distribution of competence, including new transfers of competence, specified in the declaration under this paragraph, by making a new declaration.

Secondly, a minor amendment to ***Article 18*** seems also necessary. This provision currently omits reference to Regional Economic Integration Organisations. While under Article 17(3) these bodies qualify as "Contracting State" or "Contracting States", they do not fall into the scope of Article 18(2)(a) which only refers to a "State". It follows that there is no specification in the text as to when the Convention enters into force for the Regional Economic Integration Organisation.

Against this background, the following ***amendment to Article 18*** is suggested:

Article 18 Entry into force

(2) Thereafter the Convention shall enter into force –

(a) for each State or Regional Economic Integration Organisation referred to in Article 17 subsequently ratifying, accepting, approving or acceding to it, on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after the deposit of its instrument of ratification, acceptance, approval or accession;

Taking into account all of the above considerations, the ***following provision for a general declarations clause is suggested:***

Article 21 Declarations

For purposes of Articles 1(5), 11(3), 11(4) and 19 –

(a) any declaration shall be notified in writing to the Depositary;

(b) any Contracting State may modify a declaration by submitting a new declaration at any time;

(c) any Contracting State may withdraw a declaration at any time;

(d) any declaration made at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession takes effect simultaneously with the entry into force of this Convention for the State concerned;[6] any declaration made at a subsequent time shall take effect on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after the notification made by the Depositary according to Article 23;[7]

[2] If the Convention includes a general clause to deal with declarations, which includes the possibility that such declarations be modified (see *infra* Art. 21), then it appears that the reference to the modification of declarations is not necessary in Art. 19(1).

[3] Similarly, if the general declarations clause specifies *how* declarations should be made, *i.e.*, to the Depositary (see *infra* Art. 21), this phrase may be deleted from Art. 19(2).

[4] This amendment to the title brings Art. 17 in line with Art. 48 of the Unidroit Convention of 2001 on *International interests in mobile equipment*, from which this provision was drafted.

[5] It is suggested that the "Depositary" should have a capital D consistently throughout the English text of the draft Convention (as it does in Art. 18).

[6] This wording refers to Articles 1(5), 11(4) {if the declaration is made at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession} as well as 11(3) and 19(1).

[7] This wording refers to Articles 1(5) and 11(4) {if the declaration is made at a time later than the signature, ratification, acceptance, approval or accession}.

(e) a withdrawal shall take effect on the first day of the month following the expiration of [three] [six] months after the notification made by the Depositary according to Article 23.

This suggested mechanism for declarations is also designed to cover the time of the entry into force of the Convention for ***territorial units*** to which it has been extended by a Multi-unit State by way of declaration (Art. 19(1)). This is currently dealt with under Article 18(2)(b). However, one might suggest that the effect of that latter provision is now achieved through the application of the proposed general declarations clause.

Take the example where the Convention is already in force under Article 18 and a Multi-unit State (State X) with territorial units A, B, C, D and E decides also to become a party to it. The following three situations are of particular relevance:

(1) State X makes *no declaration* under Article 19(1) at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession. Under Article 19(3), the Convention will extend to all of its units, A – E. The Convention will enter into force for State X (incl. A – E), in accordance with Article 18(2)(a).

(2) State X does in fact *make a declaration* under Article 19(1), to the effect that the Convention's application extends only to units A, B and C. That declaration will take effect in accordance with Article 21(d), *i.e.*, with the entry into force of the Convention for State X, which is *again* determined by Article 18(2)(a).

(3) State X later makes a new declaration in accordance with Article 21(b), to the effect that the Convention should extend to A-E instead of A-C. That new declaration will enter into force in accordance with Article 21(d). As this is precisely the result provided for under ***Article 18(2)(b)***, this latter provision may indeed be ***deleted***.

Article 21 would be followed by the ***renumbered Article 22 on denunciation*** of the Convention. The wording of the latter provision would remain unchanged (see Art. 21 as contained in Prel. Doc. No 15).

Finally, a ***new Article 23 on notifications by the Depositary*** would follow:

Article 23 Notifications by the Depositary[8]

The Depositary shall notify the Members[9] of the Hague Conference on Private International Law, and other States and Regional Integration Economic Organisations which have signed, ratified, accepted, approved or acceded in accordance with Articles 16 and 17, of the following –

(a) the signatures and ratifications, acceptances, approvals and accessions referred to in Articles 16 and 17;

(b) the date on which the Convention enters into force in accordance with Article 18;

(c) the declarations, and withdrawals of declarations referred to in Article 21;

(d) the declarations and notifications of changes to the distribution of competence referred to in Article 17;

(e) the denunciations referred to in Article 22.

Concluding paragraphs of the Convention

The draft Convention would then be completed by the following paragraphs, as are all Hague Conventions:

In witness whereof the undersigned, being duly authorised thereto, have signed this Convention.

Done at The Hague, on the [. . .], in the English and French languages, both texts being equally authentic, in a single copy which shall be deposited in the archives of the Government of the Kingdom of the Netherlands, and of which a certified copy shall be sent, through diplomatic channels, to each of the Members of the Hague Conference on Private International Law as of the date of [. . .].

IV. *Conclusion*

Taking into account all of the above suggestions, the sequence of the general provisions and final clauses of the Convention would be as follows:

Article 8	General applicability
Article 9	Exclusion of choice of law rules (*renvoi*)
Article 10	Public Policy and internationally mandatory rules
Article 11	Determination of the applicable law for Multi-unit States
Article 12	Uniform interpretation
Article 13	Review of practical operation of the Convention
Article 14	Priority between pre-Convention and post-Convention dispositions
Article 15	Interpretation of pre-Convention agreements
Article 16	Signature, ratification, acceptance, approval or accession
Article 17	Regional Economic Integration Organisations
Article 18	Entry into force
Article 19	Multi-unit States
Article 20	Reservations
Article 21	Declarations
Article 22	Denunciation
Article 23	Notifications by the Depositary

Concluding paragraph.

[8] It was envisaged in Prel. Doc. No 15 that such a provision should be included in the text (see "Article 22 Notifications by the Depositary").

[9] The neutral expression "Members" is designed to take into account the possibility that in the future not only "States" may be Members of the Hague Conference but also other bodies.

Doc.trav./Work.Doc. Nos 22-23

Document de travail No 24
Working Document No 24

Distribué le mercredi 11 décembre 2002

Distributed on Wednesday 11 December 2002

No 24 – Proposal of the delegation of Germany

Article 1(2)(b)

"a disposition, as well as a lien by operation of law in respect of any claims arising in connection with the holding and operation of a securities account, in favour of the account holder's intermediary."

Explanation

In view of the rationale for the introduction of statutory liens in the scope of the Convention (see the proposal by the delegation of Belgium, Work. Doc. No 23 dated 15 January 2002), it is important to stress explicitly in the text of the Convention that such type of collateral should only secure claims or exposures linked to or associated with the operation of a securities account held with the intermediary (benefiting from such a lien), and not, for example, in respect of derivatives transactions entered into between the account holder and the relevant intermediary with no relationship to the securities account.

The law governing such a lien when applicable to book-entry securities recorded on an account with the relevant intermediary shall be determined according to the rules of the Convention, especially Articles 4 and 5, as for any contractual security interest on the same book-entry securities.

However, the need for further clarification of the exact extent of the covered statutory liens was felt necessary by some delegations. Such clarification was introduced in Preliminary Document No 10. No adverse written comments were received concerning that proposal, *cf.* Preliminary Document No 14. That passage was deleted in the merger of Article 1, paragraphs 2 and 3, in Preliminary Document No 15 without the deletion being fully discussed. A clarification should therefore be reintroduced.

Distribué le mercredi 11 décembre 2002

No 25 – Proposition du Comité de rédaction

Article 1 Définitions et interprétation

(1) Dans la présente Convention :

(a) « titres » désigne toutes actions, obligations ou autres instruments ou actifs financiers (autres que des espèces), ou tout droit sur ces titres ;

(b) « compte de titres » désigne un compte tenu par un intermédiaire auquel des titres peuvent être crédités ou duquel des titres peuvent être débités;

(c) « intermédiaire » désigne toute personne qui, dans le cadre de son activité professionnelle ou à titre habituel, tient des comptes de titres pour autrui ou aussi bien pour autrui que pour son propre compte, et agit en cette qualité ;

(d) « titulaire de compte » désigne la personne au nom de laquelle un intermédiaire tient un compte de titres ;

(e) « convention de compte » désigne par rapport à un compte de titres la convention régissant ce compte de titres ;

(f) « titres détenus auprès d'un intermédiaire » désigne les droits d'un titulaire de compte résultant de l'inscription de titres en compte de titres ;

(g) « intermédiaire pertinent » désigne l'intermédiaire qui tient le compte de titres pour le titulaire du compte ;

(h) « transfert » désigne tout transfert de propriété, pur et simple ou à titre de garantie, ainsi que toute constitution de sûreté, avec ou sans dépossession ;

(i) « opposabilité » signifie l'accomplissement de toute formalité nécessaire en vue d'assurer le plein effet d'un transfert envers toute personne qui n'est pas partie à ce transfert ;

(j) « établissement » signifie, en relation avec un intermédiaire, un lieu d'activité où l'une des activités de l'intermédiaire est exercée, à l'exclusion d'un lieu destiné à l'exercice purement temporaire d'activités et d'un lieu d'activité de toute personne autre que l'intermédiaire ;

(k) « procédure d'insolvabilité » désigne une procédure collective judiciaire ou administrative, y compris une procédure provisoire, dans laquelle les actifs et les activités du débiteur sont soumis au contrôle ou à la supervision d'un tribunal ou d'une autre autorité compétente aux fins de redressement ou de liquidation ;

(l) « administrateur d'insolvabilité » désigne une personne qui est autorisée à administrer le redressement ou la liquidation, y compris à titre provisoire, et comprend un

Distributed on Wednesday 11 December 2002

No 25 – Proposal of the Drafting Committee

Article 1 Definitions and interpretation

(1) In this Convention –

(a) "securities" means any shares, bonds or other financial instruments or assets (other than cash), or any interest therein;

(b) "securities account" means an account maintained by an intermediary to which securities may be credited or debited;

(c) "intermediary" means a person that in the course of a business or other regular activity maintains securities accounts for others or both for others and for its own account and is acting in that capacity;

(d) "account holder" means a person in whose name an intermediary maintains a securities account;

(e) "account agreement" means, in relation to a securities account, the agreement governing that securities account;

(f) "securities held with an intermediary" means the rights of an account holder resulting from a credit of securities to a securities account;

(g) "relevant intermediary" means the intermediary that maintains the securities account for the account holder;

(h) "disposition" means any transfer of title whether outright or by way of security and any grant of a security interest whether possessory or non-possessory;

(i) "perfection" means completion of any steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition;

(j) "office" means, in relation to an intermediary, a place of business at which any of the activities of the intermediary are carried on, excluding a place of business which is intended to be merely temporary and a place of business of any person other than the intermediary;

(k) "insolvency proceeding" means a collective judicial or administrative proceeding, including an interim proceeding, in which the assets and affairs of the debtor are subject to control or supervision by a court or other competent authority for the purpose of reorganisation or liquidation;

(l) "insolvency administrator" means a person authorised to administer the reorganisation or liquidation, including one authorised on an interim basis, and includes

débiteur en possession du bien si la loi applicable en matière d'insolvabilité le permet ;

(m) « Etat à plusieurs unités » désigne un Etat dans lequel deux ou plusieurs unités territoriales de cet Etat ou cet Etat et une ou plusieurs de ses unités territoriales ont leurs propres règles de droit se rapportant aux questions mentionnées à l'article 2(1).

(2) Toute référence dans cette Convention à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend :

(a) un transfert ayant comme objet un compte de titres ; et

(b) un transfert en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte ;

(c) un privilège légal sur toute créance en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte née en relation avec la tenue du compte de titres.

(3) Une personne n'est pas considérée comme intermédiaire au sens de la présente Convention pour la seule raison :

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

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

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

(5) Pour des titres inscrits en compte de titres qu'une personne tient en qualité d'opérateur d'un système pour la tenue et le transfert de tels titres sur les livres de l'émetteur ou d'autres livres qui constituent l'inscription primaire des droits sur ces titres envers l'émetteur, l'Etat contractant en vertu de la loi duquel ces titres sont constitués peut, à tout moment, faire une déclaration à l'effet que la personne qui opère ce système n'est pas considérée comme intermédiaire au sens de la présente Convention.

Article 2 Portée de la Convention et de la loi applicable

(1) La présente Convention détermine la loi applicable aux questions suivantes en rapport avec des titres détenus auprès d'un intermédiaire :

(a) la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et de tiers des droits résultant de l'inscription de titres en compte de titres ;

(b) la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et de tiers d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(c) les éventuelles conditions d'opposabilité d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

(d) si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire a pour effet d'éteindre ou de primer le droit d'une autre personne ;

(e) les éventuelles obligations d'un intermédiaire envers une personne autre que le titulaire de compte qui revendique, en concurrence avec le titulaire de compte ou une

a debtor in possession if permitted by the applicable insolvency law;

(m) "Multi-unit State" means a State within which two or more territorial units of that State, or both the State and one or more of territorial units of that State, or both the State and one or more of its territorial units, have their own rules of law in respect of any of the issues specified in Article 2(1).

(2) References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include –

(a) a disposition of a securities account;

(b) a disposition in favour of the account holder's intermediary; and

(c) a lien by operation of law in respect of any claim arising in connection with the maintenance and operation of a securities account in favour of the account holder's intermediary.

(3) A person shall not be considered an intermediary for the purposes of this Convention merely because –

(a) it acts as registrar or transfer agent for an issuer of securities; or

(b) it records in its own books details of securities credited to securities accounts maintained by an intermediary in the names of other persons for whom it acts as manager or agent or otherwise in a purely administrative capacity.

(4) Subject to paragraph (5), a person shall be regarded as an intermediary for the purposes of this Convention in relation to securities which are credited to securities accounts which it maintains in the capacity of a central securities depository or which are otherwise transferable by book entry across securities accounts which it maintains.

(5) In relation to securities which are credited to securities accounts maintained by a person in the capacity of operator of a system for the holding and transfer of such securities on records of the issuer or other records which constitute the primary record of entitlement to them as against the issuer, the Contracting State under whose law those securities are constituted may, at any time, make a declaration that the person which operates that system is not to be regarded as an intermediary for the purposes of this Convention.

Article 2 Scope of the Convention and of the applicable law

(1) This Convention determines the law applicable to the following issues in respect of securities held with an intermediary –

(a) the legal nature and effects against the intermediary and third parties of the rights resulting from a credit of securities to a securities account;

(b) the legal nature and effects against the intermediary and against third parties of a disposition of securities held with an intermediary;

(c) the requirements, if any, for perfection of a disposition of securities held with an intermediary;

(d) whether a person's interest in securities held with an intermediary extinguishes or has priority over another person's interest;

(e) the duties, if any, of an intermediary to a person other than the account holder who asserts in competition

autre personne, des droits concurrents sur des titres détenus auprès de cet intermédiaire ;

(f) les éventuelles conditions à la réalisation d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ; et

(g) si le transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire s'étend aux droits aux dividendes, revenus, autres distributions et remboursements, produits de cession ou tous autres produits.

(2) Cette Convention détermine la loi applicable aux questions mentionnées au paragraphe premier en rapport avec un transfert de titres ou d'un droit sur ces titres détenus auprès d'un intermédiaire, même si les droits résultant de l'inscription de ces titres à un compte de titres sont, conformément à la lettre (a), de nature contractuelle.

(3) Sous réserve du paragraphe (2), cette Convention ne détermine pas la loi applicable :

(a) aux droits et obligations résultant de l'inscription de titres à un compte de titres, dans la mesure où ces droits et obligations sont de nature purement contractuelle ou autrement purement personnelle ;

(b) aux droits et obligations contractuels ou personnels des parties à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ; et

(c) aux droits et obligations d'un émetteur de titres ou d'un agent de registre ou de transfert d'un tel émetteur à l'égard du titulaire des droits sur les titres ou de toute autre personne.

Article 3 Caractère international d'une situation

La présente Convention s'applique à toutes les situations comportant un conflit entre les lois de différents Etats.

Article 4 Détermination de la loi applicable – Rattachement principal

(1) La loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) est la loi en vigueur dans l'Etat expressément convenu dans la convention de compte comme régissant celle-ci ou, si la convention de compte désigne expressément une autre loi applicable à toutes ces questions, cette autre loi. La loi désignée par la présente disposition ne s'applique que si l'intermédiaire pertinent a, au moment de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat, qui :

(a) soit seul, soit conjointement avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent dans cet Etat ou dans un autre Etat :

(i) effectue ou suit des inscriptions en comptes de titres ;

(ii) réalise l'administration de versements ou événements sociaux relatifs à des titres détenus auprès de l'intermédiaire ; ou

(iii) exerce autrement à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de compte ; ou

(b) est identifié au moyen d'un numéro de compte ou code bancaire ou autre mode d'identification spécifique comme tenant des comptes de titres dans cet Etat.

(2) Pour les besoins du paragraphe premier, lettre (a), un établissement n'exerce pas, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de comptes de titres :

(a) au seul motif que les installations de traitement de données et de comptabilité de comptes de titres y sont situées ;

with the account holder or another person an interest in securities held with that intermediary;

(f) the requirements, if any, for the realisation of an interest in securities held with an intermediary; and

(g) whether a disposition of securities held with an intermediary extends to entitlements to dividends, income, other distributions or redemption, sale or other proceeds.

(2) This Convention determines the law applicable to the issues referred to in paragraphs (1) in relation to a disposition of or interest in securities held with an intermediary even where the rights resulting from the credit of those securities to a securities account are determined under paragraph (1)(a) to be contractual in nature.

(3) Subject to paragraph (2), this Convention does not determine the law applicable to –

(a) the rights and duties arising from the credit of securities to a securities account to the extent that such rights or duties are purely contractual or otherwise purely personal;

(b) the contractual or other personal rights and duties of parties to a disposition of securities held with an intermediary; or

(c) the rights and duties of an issuer of securities or of an issuer's registrar or transfer agent, whether in relation to the holder of the securities or any other person.

Article 3 Internationality

This Convention applies in all cases involving a choice between the laws of different States.

Article 4 Determination of the applicable law – Primary rule

(1) The law applicable to all the issues in Article 2(1) is the law in force in the State expressly agreed in the account agreement as the State whose law governs the account agreement or, if the account agreement expressly provides that another law is applicable to all such issues, that other law. The law designated under this provision applies only if the relevant intermediary has, at the time of the agreement, an office in that State, which –

(a) alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary in that or another State –

(i) effects or monitors entries to securities accounts; or

(ii) administers payments or corporate actions relating to securities held with the intermediary; or

(iii) is otherwise engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts; or

(b) is identified by an account number, bank code, or other specific means of identification as maintaining securities accounts in that State.

(2) For the purposes of paragraph (1)(a), an office is not engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts –

(a) merely because it is a place where the technology supporting the bookkeeping or data processing for securities accounts is located;

(b) au seul motif que des centres d'appel pour communiquer avec des titulaires de compte y sont situés ou exploités ;

(c) au seul motif que les envois relatifs aux comptes de titres y sont organisés ou que le classement y est effectué ; ou

(d) qu'il exerce exclusivement des fonctions de représentation ou administratives, autres que celles se rapportant à l'ouverture ou à la tenue de comptes de titres, et qui n'a pas le pouvoir de conclure une convention de compte.

(3) Par rapport à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire par un titulaire de compte de cet intermédiaire effectué en faveur de ce même intermédiaire, que ce dernier tienne ou non un compte de titres en son nom dans ses propres livres, pour les besoins de cette Convention, cet intermédiaire est l'intermédiaire pertinent, la convention de compte entre le titulaire de compte et cet intermédiaire est la convention pertinente, et le compte de titres visé aux articles 5(2) et (3) est le compte auquel les titres sont crédités immédiatement avant le transfert.

Article 5 Détermination de la loi applicable – Rattachements subsidiaires

(1) Si la loi applicable n'est pas déterminée selon l'article 4(1), mais qu'il ressort expressément et de manière non ambiguë [des éléments pertinents] de la convention de compte, que celle-ci a été conclue par un établissement particulier de l'intermédiaire pertinent, la loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) est la loi en vigueur dans l'Etat ou dans l'unité territoriale de l'Etat à plusieurs unités dans lequel cet établissement était situé à l'époque, sous réserve que celui-ci remplissait les conditions prévues à la deuxième phrase de l'article 4(1). [Pour les besoins du présent article, les éléments pertinents de la convention de compte sont ceux qui se rapportent à la comparution des parties et ceux qui identifient ou décrivent les signataires de la convention de compte.]

(2) Si le paragraphe (1) est inapplicable, cette loi est :

(a) la loi en vigueur dans l'Etat ou l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités dont la loi régit la constitution ou, à défaut, l'organisation de l'intermédiaire pertinent au moment de la conclusion d'une convention de compte écrite, ou en l'absence d'une telle convention, au moment de l'ouverture du compte de titres ;

(b) si la lettre (a) est inapplicable, la loi en vigueur dans l'Etat ou l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités dans lequel l'intermédiaire pertinent exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, le lieu dans lequel est situé son principal lieu d'activité au moment de la conclusion d'une convention de compte écrite, ou en l'absence d'une telle convention, au moment de l'ouverture du compte de titres.

(3) Si dans la situation visée au paragraphe (2)(a), l'intermédiaire pertinent est constitué ou, à défaut, organisé en vertu des lois d'un Etat à plusieurs unités, mais non pas en vertu des lois d'une unité territoriale de cet Etat, cette loi est la loi de l'unité territoriale de cet Etat à plusieurs unités dans laquelle il exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, la loi de l'unité territoriale dans laquelle est situé son principal lieu d'activité, au moment de la conclusion de la convention de compte écrite, ou en l'absence d'une telle convention, au moment de l'ouverture du compte de titres.

(b) merely because it is a place where call centres for communication with account holders are located or operated;

(c) merely because it is a place where the mailing relating to securities accounts is organised and file rooms are located; or

(d) if it engages solely in representational functions or administrative functions, other than those related to the establishment or maintenance of securities accounts, and does not have authority to make any binding decision to enter into any account agreement.

(3) In relation to a disposition by an account holder of securities held with a particular intermediary in favour of that intermediary, whether or not that intermediary maintains a securities account on its own records for which it is the account holder, then for the purposes of this Convention that intermediary is the relevant intermediary, the account agreement between the account holder and that intermediary is the relevant account agreement, and the securities account for the purposes of Articles 5(2) and (3) is the securities account to which the securities are credited immediately prior to the disposition.

Article 5 Determination of the applicable law – Fall-back rules

(1) If the applicable law is not determined under Article 4, but it is expressly and unambiguously stated in [the relevant parts of] a written account agreement that the relevant intermediary entered into the account agreement through a particular office, then the law applicable to all the issues specified in Article 2(1) is the law in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, in which that office was then located, provided that that office satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1). [For this purpose the relevant parts of the account agreement are those which initially identify the parties and those which introduce or describe the signatories of the account agreement.]

(2) Where paragraph (1) does not apply, that law is –

(a) the law in force in the State or the territorial unit of a Multi-unit State under whose law the relevant intermediary is incorporated or otherwise organised at the time the written account agreement is entered into or, if there is no such agreement, at the time the securities account was opened;

(b) where sub-paragraph (a) does not apply, the law in force in the State or the territorial unit of a Multi-unit State in which the relevant intermediary has its place of business, or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business, at the time the written account agreement is entered into or, if there is no such agreement, at the time the securities account was opened.

(3) If, in a case to which paragraph (2)(a) applies, the relevant intermediary is incorporated or otherwise organised under the laws of a Multi-unit State and not those of one of its territorial units, the applicable law is the law in force in the territorial unit of that Multi-unit State in which the relevant intermediary has its place of business, or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business, at the time the written account agreement is entered into or, if there is no such agreement, at the time the securities account was opened.

Article 6 Critères exclus

Pour déterminer la loi applicable en vertu de la présente Convention, il ne sera tenu aucun compte des éléments suivants :

(a) le lieu d'organisation, de constitution ou du siège statutaire de l'émetteur de titres, de son administration centrale, de son lieu ou principal lieu d'activité ou de son principal établissement ;

(b) les lieux où les certificats représentant ou matérialisant les titres sont situés ;

(c) tout lieu où est tenu par ou pour le compte de l'émetteur des titres un registre des titulaires des droits sur les titres ;

(d) le lieu de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent.

Article 7 Protection des droits en cas de changement de la loi applicable

(1) Cet article s'applique lorsqu'une convention de compte est modifiée de manière à changer la loi applicable en vertu de la présente Convention.

(2) Aux termes de cet article :

(a) la « nouvelle loi » désigne la loi applicable en vertu de cette Convention après le changement ;

(b) « l'ancienne loi » désigne la loi applicable en vertu de cette Convention avant le changement.

(3) Sous réserve des paragraphes (4) et (5), la nouvelle loi régit toutes les questions mentionnées à l'article 2(1).

(4) Sauf en rapport avec une personne ayant consenti au changement de la loi, l'ancienne loi demeure applicable :

(a) à l'existence d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire né avant le changement de la loi ainsi que les conditions d'opposabilité relatives à un transfert de tels titres effectué avant le changement de la loi ;

(b) en rapport avec un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire né avant le changement de la loi :

(i) la nature juridique et les effets d'un tel droit à l'égard de l'intermédiaire pertinent et de toute personne partie à un transfert de ces titres effectué avant le changement de la loi ;

(ii) la nature juridique et les effets d'un tel droit à l'égard d'une personne qui après le changement de la loi procède à une saisie sur ces titres ; et

(iii) les questions mentionnés à l'article 2(1) dans une procédure d'insolvabilité ouverte après le changement de la loi ;

(c) la priorité entre parties dont les droits sont nés avant le changement de la loi applicable.

(5) En déterminant selon la nouvelle loi toute question mentionnée à l'article 2(1), la nouvelle loi ne s'applique pas de manière à conférer plus d'effets à un droit né avant le changement de la loi ou de manière à conférer à un tel droit un rang supérieur à celui dont il aurait bénéficié en vertu de la première loi.

(6) Le paragraphe 4(c) n'empêche pas l'application de la nouvelle loi au rang d'un droit né sous l'ancienne loi mais qui a été rendu opposable en vertu de la nouvelle loi.

Article 8 Insolvabilité

(1) Nonobstant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité, la loi applicable en vertu de la présente Convention

Article 6 Factors to be disregarded

In determining the applicable law under this Convention, no account shall be taken of the following factors –

(a) the place where the issuer of the securities is incorporated or organised or has its statutory seat, central administration, place or principal place of business, or registered office;

(b) the places where certificates representing or evidencing securities are located;

(c) the place where a register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located;

(d) the place where any intermediary other than the relevant intermediary is located.

Article 7 Protection of rights on change of law

(1) This Article applies where an account agreement is amended so as to change the law applicable under this Convention.

(2) In this Article –

(a) "the new law" means the law applicable under this Convention after the change;

(b) "the old law" means the law applicable under this Convention prior to the change.

(3) Subject to paragraphs (4) and (5), the new law governs all the issues specified in Article 2(1).

(4) Except with respect to a person who has consented to a change of law, the old law continues to govern –

(a) the existence of an interest in securities held with an intermediary arising before the change of law and the perfection of a disposition of such securities made before the change of law;

(b) with respect to an interest in securities held with an intermediary arising before the change of law –

(i) the legal nature and effects of such an interest against the relevant intermediary and any party to a disposition of those securities made before the change of law;

(ii) the legal nature and effects of such an interest against a person who after the change of law attaches the securities; and

(iii) issues specified in Article 2(1) in an insolvency proceeding opened after the change of law;

(c) priority as between parties whose interests arose before the change of law.

(5) In determining under the new law any of the issues specified in Article 2(1), the new law shall not apply so as to improve the rights conferred by an interest arising before the change of law or so as to confer on such an interest a priority greater than it would have had if the case had been decided under the old law.

(6) Paragraph (4)(c) does not preclude the application of the new law to the priority of an interest that arose under the old law, but is perfected under the new law.

Article 8 Insolvency

(1) Notwithstanding the opening of an insolvency proceeding, the law applicable under this Convention

régit les questions mentionnées à l'article 2(1) liées à tout évènement intervenu avant l'ouverture d'une telle procédure.

(2) La présente Convention ne porte pas préjudice à l'application de toute règle de droit matériel ou de procédure d'insolvabilité, telle que celle relative :

(a) au rang des catégories de créances ou à la nullité d'un transfert effectué au mépris des règles sur la période suspecte ou effectué en fraude des droits des créanciers ; ou

(b) à l'exercice de droits à compter de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité.

Article 9 Applicabilité générale de la Convention

La présente Convention est applicable même si la loi qu'elle désigne est celle d'un Etat non contractant.

Article 10 Exclusion du renvoi

Au sens de la présente Convention, le terme « loi » désigne le droit en vigueur d'un Etat, à l'exclusion des règles de conflit de lois.

Article 11 Ordre public et lois d'application immédiate

(1) L'application de la loi désignée par les dispositions de la présente Convention ne peut être écartée que si elle conduit à un résultat manifestement contraire à l'ordre public du for.

(2) La présente Convention ne porte pas atteinte aux dispositions de la loi du for dont l'application s'impose même aux situations internationales, quelle que soit la loi désignée par les règles de conflit de lois.

(3) Les dispositions de la loi du for imposant des conditions relatives à l'opposabilité ou se rapportant au rang entre droits concurrents ne peuvent être appliquées en vertu de cet article, sauf si la loi du for est la loi applicable en vertu de la présente Convention.

Article 12 Détermination de la loi applicable en relation avec un Etat à plusieurs unités

(1) Si le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu que la loi applicable est la loi d'une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités,

(a) la référence à l'article 4(1) à l'Etat convenu vise cette unité territoriale ;

(b) la référence à « cet Etat » dans la deuxième phrase de l'article 4(1) vise l'Etat à plusieurs unités lui-même.

(2) En appliquant la présente Convention,

(a) la loi applicable dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités comprend tant la loi de cette unité territoriale que, dans la mesure où elle est applicable dans cette unité territoriale, la loi de l'Etat à plusieurs unités lui-même ;

(b) si la loi en vigueur dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités désigne la loi d'une autre unité territoriale du même Etat comme étant la loi régissant l'opposabilité par voie de dépôt public, d'inscription publique ou d'enregistrement public, la loi applicable est la loi de cette unité territoriale.

(3) Un Etat à plusieurs unités peut, au moment de la signature, ratification, acceptation, approbation ou adhésion, faire une déclaration à l'effet déclarer que si, en vertu de l'article 5, la loi applicable est la loi de cet Etat à plusieurs unités ou de l'une de ses unités territoriales,

governs the issues specified in Article 2(1) with respect to any event that has occurred before the opening of that insolvency proceeding.

(2) Nothing in this Convention affects the application of any substantive or procedural insolvency rules, including any rules relating to –

(a) the ranking of categories of claim or the avoidance of a disposition as a preference or a transfer in fraud of creditors; or

(b) the enforcement of rights after the opening of an insolvency proceeding.

Article 9 General applicability

This Convention applies whether or not the applicable law is that of a Contracting State.

Article 10 Exclusion of choice of law rules (renvoi)

In this Convention, the term "law" means the law in force in a State other than its choice of law rules.

Article 11 Public policy and internationally mandatory rules

(1) The application of the law determined by this Convention may be refused only if the effects of its application would be manifestly contrary to the public policy of the forum.

(2) This Convention does not prevent the application of those provisions of the law of the forum which, irrespective of rules of conflict of laws, must be applied even to international situations.

(3) This Article does not permit application of provisions of the law of the forum imposing requirements with respect to perfection or relating to priorities between competing interests, unless the law of the forum is the law applicable under this Convention.

Article 12 Determination of the applicable law for Multi-unit States

(1) If the account holder and the relevant intermediary have agreed on the law of a specified territorial unit of a Multi-unit State, then –

(a) the reference to the agreed State in Article 4(1) is to that territorial unit;

(b) the reference to "that State" in the second sentence of Article 4(1) is to the Multi-unit State itself.

(2) In applying this Convention –

(a) the law in force in a unit of a Multi-unit State includes both the law of that unit and, to the extent applicable in that unit, the law of the Multi-unit State itself;

(b) if the law in force in a territorial unit of a Multi-unit State designates the law of another territorial unit of that State to govern the perfection by public filing, recording, or registration, the law of that other territorial unit governs that issue.

(3) A Multi-unit State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that if, under Article 5, the applicable law is that of the Multi-unit State or one of its territorial units,

les règles de conflit internes en vigueur dans cet Etat à plusieurs unités détermineront si ce sont les règles de droit matériel de cet Etat à plusieurs unités ou d'une unité territoriale spécifique de cet Etat à plusieurs unités qui s'appliquent. Un Etat à plusieurs unités qui fait une telle déclaration doit communiquer des informations relatives au contenu de ces règles de conflit internes au Bureau Permanent.

(4) Un Etat à plusieurs unités peut, en tout temps, faire une déclaration à l'effet que si la loi applicable en vertu de l'article 4 est la loi de l'une de ses unités territoriales, la loi de cette unité territoriale s'applique uniquement si l'intermédiaire pertinent a un établissement dans cette unité territoriale qui satisfait les conditions prévues à la deuxième phrase de l'article 4(1). Une telle déclaration n'a aucun effet sur un transfert effectué avant que la déclaration ne prenne effet.

Article 13 Interprétation uniforme

Pour l'interprétation de la présente Convention, il sera tenu compte de son caractère international et de la nécessité de promouvoir l'uniformité de son application.

Article 14 Examen du fonctionnement pratique de la Convention

Le Secrétaire général de la Conférence de La Haye de droit international privé convoque périodiquement une Commission spéciale afin d'examiner le fonctionnement pratique de la Convention et l'opportunité d'apporter des modifications à celle-ci.

Article 15 Signature, Ratification, Acceptation, Approbation ou Adhésion

(1) La Convention est ouverte à la signature de tous les Etats.

(2) La Convention pourra donner lieu à la ratification, à l'acceptation, à l'approbation ou à l'adhésion des Etats signataires.

(3) Un Etat qui ne signe pas la présente Convention peut y adhérer en tout temps.

(4) Les instruments de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion seront déposés auprès du Ministère des Affaires Étrangères du Royaume des Pays-Bas, dépositaire de la Convention.

Article 16 Organisations régionales d'intégration économique

(1) Une organisation régionale d'intégration économique constituée par des Etats souverains et ayant compétence sur certaines matières régies par la présente Convention peut elle aussi signer, accepter et approuver la présente Convention ou y adhérer. En pareil cas, l'organisation régionale d'intégration économique aura les mêmes droits et obligations qu'un Etat contractant, dans la mesure où cette organisation a compétence sur des matières régies par la présente Convention. Lorsque le nombre d'Etats contractants est pertinent dans la présente Convention, l'organisation régionale d'intégration économique n'est pas comptée comme Etat contractant en plus de ses Etats membres qui sont des Etats contractants.

(2) Au moment de la signature, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, l'organisation régionale d'intégration économique informe le dépositaire par écrit des matières régies par la présente Convention pour lesquelles ses Etats membres ont délégué leur compétence à cette organisation. L'organisation régionale d'intégration

the internal choice of law rules in force in that Multi-unit State shall determine whether the substantive rules of law of that Multi-unit State or of a particular territorial unit of that Multi-unit State shall apply. A Multi-unit State that makes such a declaration shall communicate information concerning the content of those internal choice of law rules to the Permanent Bureau.

(4) A Multi-unit State may, at any time, make a declaration that if the applicable law under Article 4 is that of one of its territorial units, the law of that territorial unit only applies if the relevant intermediary has an office within that territorial unit which satisfies the requirements of the second sentence of Article 4(1). Such a declaration shall have no effect on dispositions made before that declaration becomes effective.

Article 13 Uniform interpretation

In the interpretation of this Convention, regard is to be had to its international character and to the need to promote uniformity in its application.

Article 14 Review of practical operation of the Convention

The Secretary General of the Hague Conference on Private International Law shall at regular intervals convene a Special Commission to review the practical operation of the Convention and to consider whether any amendments to this Convention are desirable.

Article 15 Signature, ratification, acceptance, approval or accession

(1) This Convention shall be open for signature by all States.

(2) This Convention is subject to ratification, acceptance, approval or accession by the signatory States.

(3) Any State which does not sign this Convention may accede to it at any time.

(4) The instruments of ratification, acceptance, approval or accession shall be deposited with the Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of the Netherlands, Depositary of the Convention.

Article 16 Regional Economic Integration Organisations

(1) A Regional Economic Integration Organisation which is constituted by sovereign States and has competence over certain matters governed by this Convention may similarly sign, accept, approve or accede to this Convention. The Regional Economic Integration Organisation shall in that case have the rights and obligations of a Contracting State, to the extent that that Organisation has competence over matters governed by this Convention. Where the number of Contracting States is relevant in this Convention, the Regional Economic Integration Organisation shall not count as a Contracting State in addition to its Member States which are Contracting States.

(2) The Regional Economic Integration Organisation shall, at the time of signature, acceptance, approval or accession, inform in writing to the Depositary specifying the matters governed by this Convention in respect of which competence has been transferred to that Organisation by its Member States. The Regional Economic Integration

économique doit informer sans retard le dépositaire, par écrit, de toute modification intervenue dans la délégation de compétence, y compris de nouvelles délégations de compétence, spécifiée dans l'information donnée en vertu du présent paragraphe.

(3) Toute référence à « Etat contractant » ou « Etats contractants » dans la présente Convention s'applique également à une organisation régionale d'intégration économique, lorsque le contexte requiert qu'il en soit ainsi.

Article 17 Entrée en vigueur

(1) La Convention entrera en vigueur le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après le dépôt du troisième instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion prévu par l'article 15.

(2) Par la suite, la Convention entrera en vigueur :

(a) pour chaque Etat ou organisation d'intégration économique régionale au sens de l'article 16 ratifiant, acceptant, approuvant ou adhérant postérieurement, le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après le dépôt de son instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion ;

(b) pour les unités territoriales auxquelles la Convention a été étendue conformément à l'article 18(1), le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après la notification visée dans l'article.

Article 18 Etat à plusieurs unités

(1) Un Etat à plusieurs unités peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration à l'effet que la Convention s'appliquera à toutes ses unités territoriales ou seulement à l'une ou à plusieurs d'entre elles.

(2) Ces déclarations devront indiquer expressément les unités territoriales auxquelles la Convention s'applique.

(3) Si un Etat ne fait pas de déclaration en vertu du présent article, la Convention s'appliquera à l'ensemble du territoire de cet Etat.

Article 19 Rang entre transferts effectués avant et après l'entrée en vigueur de la Convention

Dans un Etat contractant, la loi applicable en vertu de cette Convention détermine si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire acquis après l'entrée en vigueur de la Convention pour cet Etat, a pour effet d'éteindre ou de primer le droit d'une autre personne acquis avant l'entrée en vigueur de la Convention pour cet Etat.

Article 20 Interprétation des accords conclus antérieurement à la Convention

(1) [Pour un Etat contractant,] toute référence dans cette Convention à une convention de compte comprend les conventions conclues avant l'entrée en vigueur de la présente Convention [pour cet Etat] [conformément à l'article 17(1)] ; les paragraphes suivants s'appliquent à l'interprétation de telles conventions en vue de l'application de la présente Convention à ces conventions de comptes.

(2) Toute disposition expresse contenue dans une convention de compte dont il résulte, en vertu de la loi régissant cette convention, que la loi en vigueur dans un Etat ou dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités s'applique à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) aura cet effet en vertu de la présente Convention, si

Organisation shall promptly inform the Depositary in writing of any changes to the distribution of competence, including new transfers of competence, specified in the notice under this paragraph.

(3) Any reference to a "Contracting State" or "Contracting States" in this Convention applies equally to a Regional Economic Integration Organisation where the context so requires.

Article 17 Entry into force

(1) The Convention shall enter into force on the first day of the month following the expiration of three months after the deposit of the third instrument of ratification, acceptance, approval or accession referred to in Article 15.

(2) Thereafter the Convention shall enter into force –

(a) for each State or Regional Economic Integration Organisation referred to in Article 16 subsequently ratifying, accepting, approving or acceding to it, on the first day of the month following the expiration of three months after the deposit of its instrument of ratification, acceptance, approval or accession;

(b) for a territorial unit to which this Convention has been extended by a declaration under Article 18(1), on the first day of the month following the expiration of three months after that declaration.

Article 18 Multi-unit States

(1) A Multi-unit State may at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession make a declaration that this Convention shall extend to all its territorial units or only to one or more of them.

(2) Any such declaration shall state expressly the territorial units to which the Convention applies.

(3) If a State makes no declaration under this Article, this Convention is to extend to all territorial units of that State.

Article 19 Priority between pre-Convention and post-Convention interests

In a Contracting State, the law applicable under this Convention determines whether a person's interest in securities held with an intermediary acquired after the Convention entered into force for that State extinguishes or has priority over another person's interest acquired before the entry into force for that State.

Article 20 Interpretation of pre-Convention account agreements

(1) [In a Contracting State,] references in this Convention to an account agreement include an account agreement made before this Convention entered into force [for that State] [pursuant to Article 17(1)]; and the following provisions of this Article shall be used to interpret such pre-Convention account agreements in applying this Convention to such agreements.

(2) Any express terms of an account agreement which would have the effect, under the rules of the State whose law governs that agreement, that the law in force in a particular State, or a territorial unit of a particular State, applies to any of the issues specified in Article 2(1) shall have the effect of governing all such issues specified in Article 2(1) under this Convention, provided that the

l'intermédiaire pertinent avait, lors de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat remplissant les conditions prévues à la deuxième phrase de l'article 4(1).

(3) Lorsque les parties à des conventions de compte autres que celles visées au paragraphe (2), ont convenu que le compte de titres serait tenu dans un Etat ou dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, la loi en vigueur dans cet Etat ou cette unité territoriale s'applique à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) si l'intermédiaire pertinent avait, lors de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat remplissant les conditions prévues à la deuxième phrase de l'article 4(1). Un tel accord peut être exprès ou résulter de manière implicite des dispositions du contrat dans son ensemble ou des circonstances extérieures à celui-ci.

Article 21 Réserve

Aucune réserve à la Convention n'est admise.

Article 22 Déclarations

Pour les fins des articles 1(5), 12(3), 12(4) et 18 –

(a) toute déclaration doit être notifiée par écrit au dépositaire ;

(b) tout Etat contractant peut à tout moment modifier une déclaration en faisant une nouvelle déclaration ;

(c) tout Etat contractant peut retirer une déclaration à tout moment ;

(d) toute déclaration faite au moment de la signature, ratification, acceptation, approbation ou adhésion prend effet simultanément avec l'entrée en vigueur de la Convention pour l'Etat concerné ; toute déclaration faite à un moment ultérieur et toute nouvelle déclaration devra prendre effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'un délai de trois mois après la notification faite par le dépositaire conformément à l'article 24 ;

(e) un retrait devra prendre effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'un délai de six mois après la notification faite par le dépositaire conformément à l'article 24.

Article 23 Dénonciation

(1) Tout Etat contractant pourra dénoncer la Convention par une notification adressée par écrit au dépositaire.

(2) La dénonciation prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de douze mois après la date de réception de la notification par le dépositaire. Lorsqu'une période plus longue pour la prise d'effet de la dénonciation est spécifiée dans la notification, la dénonciation prendra effet à l'expiration de la période en question après la date de réception de la notification.

Article 24 Notifications par le dépositaire

Le dépositaire devrait notifier aux Membres de la Conférence de La Haye de droit international privé ainsi qu'aux autres Etats et aux organisations régionales d'intégration économique qui ont signé, ratifié, accepté, approuvé ou adhéré conformément aux articles 15 et 16, les renseignements suivants :

(a) les signatures et ratifications, acceptations, approbations et adhésions prévues aux articles 15 et 16 ;

(b) la date d'entrée en vigueur de la Convention conformément à l'article 17 ;

relevant intermediary had, at the time the agreement was entered into, an office in that State which satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1).

(3) If the parties to an account agreement, other than an agreement to which paragraph (2) applies, have agreed that the securities account is maintained in a particular State, or a territorial unit of a particular State, the law in force in that State or territorial unit is the law applicable to all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time the agreement was entered into, an office in that State which satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1). Such an agreement may be express or implied from the terms of the contract considered as a whole or from the surrounding circumstances.

Article 21 Reservations

No reservation to the Convention shall be permitted.

Article 22 Declarations

For the purposes of Articles 1(5), 12(3), 12(4) and 18 –

(a) any declaration shall be notified in writing to the Depositary;

(b) any Contracting State may modify a declaration by submitting a new declaration at any time;

(c) any Contracting State may withdraw a declaration at any time;

(d) any declaration made at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession takes effect simultaneously with the entry into force of this Convention for the State concerned; any declaration made at a subsequent time and any new declaration shall take effect on the first day of the month following the expiration of three months after the notification made by the Depositary according to Article 24;

(e) a withdrawal shall take effect on the first day of the month following the expiration of three six months after the notification made by the Depositary according to Article 24.

Article 23 Denunciation

(1) A Contracting State may denounce the Convention by a notification in writing addressed to the Depositary.

(2) The denunciation takes effect on the first day of the month following the expiration of twelve months after the notification is received by the Depositary. Where a longer period for the denunciation to take effect is specified in the notification, the denunciation takes effect upon the expiration of such longer period after the notification is received by the Depositary.

Article 24 Notifications by the Depositary

The Depositary shall notify the Members of the Hague Conference on Private International Law, and other States and Regional Integration Economic Organisations which have signed, ratified, accepted, approved or acceded in accordance with Articles 15 and 16, of the following –

(a) the signatures and ratifications, acceptances, approvals and accessions referred to in Articles 15 and 16;

(b) the date on which the Convention enters into force in accordance with Article 17;

(c) les déclarations et retraits des déclarations prévues à l'article 22 ;

(d) des déclarations et notifications des changements apportés à la distribution de compétence prévue à l'article 16 ;

(e) la dénonciation prévue à l'article 23.

En foi de quoi, les soussignés, dûment autorisés, ont signé la présente Convention.

Fait à La Haye, le [. . .], en français et en anglais, les deux textes faisant également foi, en un seul exemplaire, qui sera déposé dans les archives du Gouvernement du Royaume des Pays-Bas et dont une copie certifiée conforme sera remise, par la voie diplomatique, à chacun des Membres de la Conférence de La Haye de droit international privé lors [. . .]

(c) the declarations, and withdrawals of declarations referred to in Article 22;

(d) the declarations and notifications of changes to the distribution of competence referred to in Article 16;

(e) the denunciations referred to in Article 23.

In witness whereof the undersigned, being duly authorised thereto, have signed this Convention.

Done at The Hague, on the [. . .], in the English and French languages, both texts being equally authentic, in a single copy which shall be deposited in the archives of the Government of the Kingdom of the Netherlands, and of which a certified copy shall be sent, through diplomatic channels, to each of the Members of the Hague Conference on Private International Law as of the date of [. . .].

Documents de travail Nos 26 à 27
Working Documents Nos 26 to 27

Distribués le mercredi 11 décembre 2002

Distributed on Wednesday 11 December 2002

No 26 – Proposition du Bureau Permanent – Proposal of the Permanent Bureau

Les Etats signataires de la présente Convention,

Conscients du besoin pratique urgent, dans un marché financier mondial de plus en plus étendu, de conférer certitude et prévisibilité à la détermination de la loi applicable aux titres qui sont actuellement communément détenus de façon au travers d'un système de compensation **et de règlement-livraison** ou par le biais d'autres intermédiaires (« titres intermédiés »),

Sensibles, en vue de faciliter les flux internationaux de capitaux et l'accès aux marchés de capitaux, à l'intérêt essentiel qu'il y a à réduire les risques juridiques, le risque systémique et les coûts correspondants, liés aux opérations transfrontalières portant sur de tels titres intermédiés,

Désireux d'établir des dispositions communes sur la loi applicable aux titres intermédi**és pouvant**, bénéfici**er** à tous les Etats, quel que soit leur niveau de développement,

Reconnaissant que « l'approche du lieu de l'intermédiaire pertinent » (PRIMA) déterminé par la convention des parties a l'avantage de fournir la solution qui confère la certitude et la prévisibilité nécessaires,

Sont résolus de conclure une Convention à cet effet et sont convenus des dispositions suivantes :

***

The States signatory to the present Convention,

Aware of the urgent practical need in a large and growing global financial market to provide legal certainty and predictability as to the law applicable to securities that are now commonly held through clearing **and settlement** systems or other intermediaries ("indirectly held securities"),

Conscious of the importance of reducing legal risks, systemic risks and associated costs in relation to cross border transactions involving such indirectly held securities so as to facilitate the international flow of capital and access to **capital** markets,

Desiring to establish common provisions on the law applicable to indirectly held securities beneficial to States at all levels of economic development,

Recognising **that** the "Place of the Relevant Intermediary Approach" (or PRIMA) as determined by agreements between the parties **offers a solution which** provides the necessary certainty and predictability,

Have resolved to conclude a Convention to this effect, and have agreed upon the following provisions –

No 27 – Proposal of the delegations of Argentina, Canada, China, the Czech Republic, Egypt, Germany, Mexico, the Russian Federation, the United Kingdom, the United States of America, and of the Observers of the Financial Markets Lawyers Group, and of the International Swaps & Derivatives Association

Article 5 Determination of the applicable law – Fall-back rules

1. If the applicable law is not determined under Article 4, but it is expressly and unambiguously stated in a written account agreement that the relevant intermediary entered into the account agreement through a particular office, then the law applicable to all the issues specified in Article 2(1) is the law in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, in which that office was then located, provided that that office then satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1).

For the avoidance of doubt, in determining whether an account agreement expressly and unambiguously states that the relevant intermediary entered into the account agreement through a particular office, none of the following shall be considered –

(a) a provision that notices or other documents shall or may be served on the relevant intermediary at that office;

(b) a provision that legal proceedings may be instituted against the relevant intermediary at that office;

(c) a provision that any statement or other document is to be provided by the relevant intermediary from that office;

(d) a provision that any service is to be provided by the relevant intermediary from that office;

(e) a provision that any operation or function is to be carried on or performed by the relevant intermediary at that office.

Doc.trav./Work.Doc. Nos 26-27

Distribué le jeudi 12 décembre 2002

No 28 – Proposition du Comité de rédaction

Article 16 Accords conclus antérieurement à la Convention

(1) [Pour un Etat contractant,] toute référence dans cette Convention à une convention de compte comprend les conventions conclues avant l'entrée en vigueur de la présente Convention [pour cet Etat] [conformément à l'article 19(1)] ; les paragraphes (2) ou (3) s'appliquent à l'interprétation de telles conventions en vue de l'application de l'article 4(1) à ces conventions de comptes, à moins que ces conventions ne contiennent une référence expresse à cette Convention.

(2) Toute disposition expresse contenue dans une convention de compte dont il résulte, en vertu de la loi régissant cette convention, que la loi en vigueur dans un Etat ou dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités s'applique à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1), aura pour effet que cette loi régit toutes les questions mentionnées à l'article 2(1), si l'intermédiaire pertinent avait, lors de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat remplissant les conditions prévues à la deuxième phrase de l'article 4(1).

(3) Lorsque les parties à des conventions de compte autres que celles visées au paragraphe (2), ont convenu que le compte de titres serait tenu dans un Etat ou dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, la loi en vigueur dans cet Etat ou cette unité territoriale s'applique à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) si l'intermédiaire pertinent avait, lors de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat remplissant les conditions prévues à la deuxième phrase de l'article 4(1). Un tel accord peut être exprès ou résulter de manière implicite des dispositions du contrat dans son ensemble ou des circonstances extérieures à celui-ci.

(4) Lorsque les paragraphes (2) et (3) ne s'appliquent pas, la loi applicable est déterminée conformément à l'article 5.

Distributed on Thursday 12 December 2002

No 28 – Proposal of the Drafting Committee

Article 16 Pre-Convention account agreements

(1) [In a Contracting State,] references in this Convention to an account agreement include an account agreement made before this Convention entered into force [for that State] [pursuant to Article 19(1)]; and paragraphs (2) or (3) shall be used to interpret such pre-Convention account agreements in applying Article 4(1) to such agreements, unless such an agreement contains an express reference to this Convention.

(2) Any express terms of an account agreement which would have the effect, under the rules of the State whose law governs that agreement, that the law in force in a particular State, or a territorial unit of a particular State, applies to any of the issues specified in Article 2(1) shall have the effect that such law governs all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time the agreement was entered into, an office in that State which satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1).

(3) If the parties to an account agreement, other than an agreement to which paragraph (2) applies, have agreed that the securities account is maintained in a particular State, or a territorial unit of a particular State, the law in force in that State or territorial unit is the law applicable to all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time the agreement was entered into, an office in that State which satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1). Such an agreement may be express or implied from the terms of the contract considered as a whole or from the surrounding circumstances.

(4) Where paragraphs (2) and (3) do not apply, the applicable law shall be determined in accordance with Article 5.

Documents de travail Nos 29 à 31
Working Documents Nos 29 to 31

Distribués le jeudi 12 décembre 2002

Distributed on Thursday 12 December 2002

No 29 – Proposal of the delegations of Denmark, Finland, Germany, Luxembourg, Spain, the United Kingdom and the United States of America

Article 16 Pre-Convention account agreements and securities accounts

(1) References in this Convention to an account agreement include an account agreement entered into, and, if there is no account agreement, a securities account opened, before this Convention entered into force under Article 19(1).

(2) Unless an account agreement contains an express reference to this Convention, the courts of a Contracting State shall use paragraphs (3) and (4) in applying this Convention with respect to account agreements entered into prior to entry into force of the Convention in that State under Article 19(2). A Contracting State may, at the time of signature ratification, acceptance, approval or accession, declare under Article 22 that its courts shall not use those paragraphs with respect to account agreements entered into after the entry into force of the Convention under Article 19(1) but prior to the entry into force of the Convention in that State under Article 19(2).

(3) Any express terms of an account agreement which would have the effect, under the rules of the State whose law governs that agreement, that the law in force in a particular State, or a territorial unit of a particular State, applies to any of the issues specified in Article 2(1) shall have the effect that such law governs all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time the agreement was entered into, an office in that State which satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1).

(4) If the parties to an account agreement, other than an agreement to which paragraph (3) applies, have agreed that the securities account is maintained in a particular State, or a territorial unit of a particular State, the law in force in that State or territorial unit is the law applicable to all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time the agreement was entered into, an office in that State which satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1). Such an agreement may be express or implied from the terms of the contract considered as a whole or from the surrounding circumstances.

No 30 – Proposal of the delegations of Denmark, Finland, Germany, Luxembourg, Spain, the United Kingdom and the United States of America

Article 16 Pre-Convention account agreements and securities accounts

(1) References in this Convention to an account agreement include an account agreement entered into before this Convention entered into force under Article 19(1). If there is no account agreement, references in this Convention to a securities account include a securities account opened before this Convention entered into force under Article 19(1).

(2) Unless an account agreement contains an express reference to this Convention, the courts of a Contracting State shall use paragraphs (3) and (4) in applying Article 4(1) with respect to account agreements entered into prior to entry into force of the Convention in that State under Article 19(2). A Contracting State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration under Article 22 that its courts shall not use those paragraphs with respect to account agreements entered into after the entry into force of the Convention under Article 19(1) but prior to the entry into force of the Convention in that State under Article 19(2).

(3) Any express terms of an account agreement which would have the effect, under the rules of the State whose law governs that agreement, that the law in force in a particular State, or a territorial unit of a particular State, applies to any of the issues specified in Article 2(1) shall have the effect that such law governs all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time the agreement was entered into, an office in that State which satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1).

(4) If the parties to an account agreement, other than an agreement to which paragraph (3) applies, have agreed that the securities account is maintained in a particular State, or a territorial unit of a particular State, the law in force in that State or territorial unit is the law applicable to all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time the agreement was entered into, an office in that State which satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1). Such an agreement may be express or implied from the terms of the contract considered as a whole or from the surrounding circumstances.

No 31 – Proposal by the delegations of Denmark, Finland, Germany, Luxembourg, Spain, the United Kingdom and the United States of America

Article 16 Pre-Convention account agreements and securities accounts

(1) References in this Convention to an account agreement include an account agreement entered into before this Convention entered into force under Article 19(1). If there is no account agreement, references in this Convention to a securities account include a securities account opened before this Convention entered into force under Article 19(1).

(2) Unless an account agreement contains an express reference to this Convention, the courts of a Contracting State shall use paragraphs (3) and (4) in applying Article 4(1) with respect to account agreements entered into prior to entry into force of the Convention in that State under

Article 19(2). A Contracting State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration under Article 22 that its courts shall not use those paragraphs with respect to account agreements entered into after the entry into force of the Convention under Article 19(1) but prior to the entry into force of the Convention in that State under Article 19(2). If the Contracting State is a Multi-unit State, it may make such a declaration with respect to any of its territorial units.

(3) Any express terms of an account agreement which would have the effect, under the rules of the State whose law governs that agreement, that the law in force in a particular State, or a territorial unit of a particular State, applies to any of the issues specified in Article 2(1) shall have the effect that such law governs all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time the agreement was entered into, an office in that State which satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1).

(4) If the parties to an account agreement, other than an agreement to which paragraph (3) applies, have agreed that the securities account is maintained in a particular State, or a territorial unit of a particular State, the law in force in that State or territorial unit is the law applicable to all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time the agreement was entered into, an office in that State which satisfied the conditions referred to in the second sentence of Article 4(1). Such an agreement may be express or implied from the terms of the contract considered as a whole or from the surrounding circumstances.

Procès-verbaux de la Troisième commission

Minutes of the Third Commission

Procès-verbal No 1*

Minutes No 1*

Séance du lundi 2 décembre 2002 (après-midi)

Meeting of Monday 2 December 2002 (afternoon)

La séance est ouverte à 14 h 15 sous la présidence de M. Antoon V.M. Struycken (Pays-Bas), le président de la Dix-neuvième Session de la Conférence de La Haye.

The President of the Nineteenth Diplomatic Session welcomed the delegates of Member States and the observers of non-Member States of the Hague Conference. He expressed regret at the recent passing away of Professor Peter Nygh (Australia), a long-time friend and collaborator of the Hague Conference. The President then introduced the present project. He reminded the delegates that it was launched only two and a half years ago in May 2000 and that the initial proposal to prepare a convention on the conflict of laws relating to securities held through intermediaries was issued by Australia, the United Kingdom and the United States of America. He added that Mr Christophe Bernasconi (First Secretary) had prepared the preliminary report in November 2000. In January 2001 a Working Group met in The Hague, followed by many telephone conferences and regional meetings. He noted that while this was a new way of working at the Hague Conference, it appeared to be adapted to the new millennium. A Special Commission then took place in January 2002 which produced a first preliminary draft convention. Since January, many experts all over the world have made important contributions to the project, which allowed the topic of indirectly held securities to be part of the present Nineteenth Diplomatic Session.

Le Secrétaire général souhaite la bienvenue à tous les délégués et observateurs, et salue plus particulièrement les délégués du Panama et de la Malaisie dont les Etats sont devenus membres de la Conférence de La Haye cette année. Il rappelle que le projet de convention sur les titres intermédiés est le premier projet de la Conférence de La Haye entièrement consacré au droit international privé des finances. Il relève que, si le projet a pu être mené à terme aussi rapidement, c'est grâce à une participation très engagée des gouvernements et des intervenants du secteur privé permettant d'obtenir un consensus entre les intéressés.

He specified that the Diplomatic Session was convened following the Decision of the Commission on General Affairs and Policy of the Conference, which met from 22 to 24 April 2002. This Commission decided that the Second Part of the Nineteenth Session would be devoted to the Securities project and would take place before the end of 2002 if possible. It also decided that the Session would apply the same working methods as were used during the preparatory stage, *i.e.*, the consensual method. So while the Rules of Procedure of Plenary Meetings as they always apply to the Sessions appear in the folder distributed to all participants, it was hoped that the Chair would not need to apply them, because intense negotiations would produce a result acceptable to all delegates. He was confident that with the spirit of co-operation that had characterised the work so far, it would be possible to complete the project within the time available without the need for the Chair to formally apply the Rules of Procedure.
The Chair of the Commission would be assisted by a Bureau to advise the Chair on organisational matters. It will consist of the President of the Session, the Rapporteurs, the Members of the Permanent Bureau and such other delegates as the Chair may call upon.
He specified that a draft of the decisions on the future work programme was sent to Member States several weeks ago, and that draft had not led to any major observations. He stated that the text of the convention should be ready by 12 December and would then be submitted for formal approval to the Plenary Meeting. The signing of the Final Act by all the delegates of the States represented at the Session would take place on 13 December. He then outlined the social events which would take place during the forthcoming two weeks.

The President of the Nineteenth Diplomatic Session established Commission III which will elaborate the final text of the convention on indirectly held securities.

Il propose que la Commission III soit conduite sous la Présidence de Madame Stefania Bariatti (Italie), qui a déjà présidé la Commission spéciale de janvier 2002.
Mme Stefania Bariatti est élue Présidente de la Commission III par acclamation.

The Chair thanked Mr Struycken and the Assembly for the election. She recalled that the delegates had been working together for months and had become more than colleagues. She stated that while the work had been difficult, it had produced results. She then invited the delegates to proceed to other elections. In respect of the election of the Rapporteurs, she proposed to elect and confirm the Rapporteurs: Sir Roy Goode (United Kingdom), Professor Karl Kreuzer (Germany) and Professor Hideki Kanda (Japan). These proposals were unanimously accepted.
The Chair then submitted the names of Members of the Drafting Committee which had been working since June 2001, and indicated a few minor changes. The members would include: Mr Lars Afrell (Sweden), Mr Diego Devos (Belgium), Mr Philippe Dupont (Luxembourg), M. Alexandre de Fontmichel (France), Mr Francisco José Garcimartín Alférez (Spain), Sir Roy Goode (United Kingdom), Mr Hideki Kanda (Japan), Mr Karl Kreuzer (Germany), Mr Guy Morton (United Kingdom), Mr Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark), Mr Fabian Reuschle (Germany), Mr James Rogers (United States of America), Mr Christophe Bernasconi (First Secretary) and Mr Richard Potok (Legal Expert to the Permanent Bureau). The Chair suggested to confirm Sir Roy Goode (United Kingdom) as Chair of the Drafting Committee as he had been acting as Chair until now. This proposal was unanimously accepted.

* Les experts engagés dans les négociations renvoient communément au « problème de la page 37 » en référence à la page à laquelle le problème était examiné dans le Document préliminaire No 1 lors de sa diffusion aux Etats membres, dans une édition provisoire. Ce document est désormais publié dans le présent tome des Actes et documents et a été repaginé en conséquence. Le « problème de la page 37 » figure maintenant aux pages 46-48 du présent volume.

* The experts participating in the negotiations refer generally to the "page 37 problem" when making reference to the page at which this problem was examined in Preliminary Document No 1 when distributed among the Member States in a provisional version. This document is now published in this volume of the Proceedings and has been repaginated as a result. The "page 37 problem" can now be found on pages 47-49 of this volume.

The Chairman of the Drafting Committee thanked the Chair and the members of the Commission for their confidence and assured that the Drafting Committee would do its best to give accurate effect to the wishes of the Conference. He asked for approval to continue to invite to the Committee's meetings two very helpful experts, Mr Randall Guynn (International Bar Association) and Mr Antoine Maffei (International Bar Association).

The Chair submitted the proposal to the Commission and asked whether there was agreement on the composition of the Drafting Committee. There being no objections, she then gave the floor to the First Secretary (Mr Bernasconi).

M. Bernasconi (Premier secrétaire) remercie la Présidente et souhaite la bienvenue aux participants de la Commission III. Il se félicite de l'évolution des travaux et des progrès effectués en moins d'une année. Le Premier secrétaire donne, ensuite, quelques informations d'ordre administratif.
He indicated that as regards the minutes, the delegates were accustomed to having English and French translations available. As this was a Diplomatic Session, the statements would only be reproduced and published in their original form. He explained that Preliminary Document No 15 containing the June 2002 preliminary draft would be the basic working text of the meeting. He recalled that any delegation to the Diplomatic Session might in the course of the meeting submit Working Documents (written proposals, comments or merely general information relevant to the proceedings, in English or French, or preferably in both languages). He stressed that both Member States and observers (*i.e.*, non-Member States and International Organisations) were entitled to present Working Documents. He thanked the International Organisations for their input and contributions since the beginning of the project. The progress made in less than one year was considerable. Extensive informal work had been done since the Special Commission meeting in January 2002 (work of the drafting group, suggestions and comments made by Member States and observers to the Permanent Bureau, bilateral and multilateral discussions conducted or facilitated by the Permanent Bureau). He stressed that the basic role of the Permanent Bureau in this process had been not only to facilitate the exchange of views and to ensure the transparency of the process, but also to actively contribute to the discussion by submitting its own proposals. He briefly summarised the various steps of the process of elaboration. After the Special Commission, two meetings of the Drafting Group took place (in March 2001 in Germany and in May 2002 in the United Kingdom). The First Secretary thanked the two main organizers and hosts of these meetings, Mr Olaf Christmann (Frankfurt) and Mr Randall Guynn (London) and the individual members of the Drafting Groups. A second series of Regional Discussion Workshops was held in June and July 2002 in order to discuss and assess the June 2002 draft (Preliminary Document No 15) with government officials, market representatives and academics and indeed any other interested parties. Two meetings took place for the Asia-Pacific Region (Sydney and Tokyo), then a series of European meetings (London, Copenhagen, Frankfurt, Rome and Paris) and finally two meetings in North America (Toronto and New York). He thanked the organizers and the participants of these meetings. He stressed that these meetings were extremely helpful because they allowed reaching out to an additional number of experts and therefore significantly increased the number of people consulted. The informal meetings also allowed in-depth discussion of national or regional issues and facilitated understanding of specific concerns. The First Secretary indicated that these Regional Discussion Workshops allowed in particular the Permanent Bureau to gain a real sense as to where people stood with regard to article 4, which is the main provision of the convention (*cf.* Preliminary Document No 16). The First Secretary thanked all the authors of the comments contained in Preliminary Document No 18, which reflected all the comments received from Member States and observers on Preliminary Documents No 15 and 16. He noted that this document constituted another crucial step forward in the consensus-building process (*cf.* Preliminary Document No 18*bis* for a summary of all the comments on article 4). The First Secretary expressed his wish that the future new convention would be a great success and stressed the need of legal certainty and predictability in this matter.

The Chair insisted on the necessity to follow the agenda. While minor changes would perhaps be needed, she stressed that the delegates should try to respect the given programme. She then opened the debate on article 2.

Article 2

The Chairman of the Drafting Committee explained that the convention reflected a sharp move for direct holdings to indirectly held securities. International law was not fixed for indirectly held securities held by intermediaries as defined in article 1. A person who held an account with an intermediary would hold a mixture of rights, personal rights and proprietary rights. The convention concerned proprietary rights given by the account agreement, i.e., the relations between account holder and intermediary, the transfer of rights, the property transactions. This referred to the effect of property rights and of the transfer of rights. The convention would enable to determine whether what the parties have agreed will give perfection to the transfer and be effective. In this respect, priority rules and issues, extinction causes were included in the convention. For example, if two people claim interest in an account agreement with the intermediary, PRIMA law would deal with this. He also explained that the convention covered whether a disposition extends to income, but not to cash. On the contrary, the convention would not cover contractual or solely personal rights and duties. Nevertheless, to know whether rights opened by an account would be personal or proprietary, one must apply PRIMA law. If PRIMA law determines that these rights are contractual rights, then the convention does not apply. If PRIMA law determines that these rights are proprietary rights, then the convention would apply. He stressed that there are some legal systems where the rights are purely contractual, and where there are no ownership or co-ownership. In these systems, when the intermediary becomes insolvent, the security would be held for the benefit of the account holder. This would nevertheless be a question of insolvency law and not be covered by the convention. He added that paragraph 2 made clear where the convention does not apply. Drafting amendments could show the relationship between paragraph 1a and paragraph 2b. The convention is concerned with rights with an intermediary, not with purely contractual rights. Article 1(3)(a) makes clear who is not an intermediary.

The Chair invited the delegates to make observations on article 2 as exposed in Preliminary Document No 15. She asked the experts who had made comments in Preliminary Document No 18 to say whether any changes should be made to the text, and especially if article 2(2)(b) should include the words "merely" or "purely".

Mr Sigman (United States of America) replied that the additional words would give the right direction.

M. Germain (France) relève une contradiction entre l'article 2(1)(a) et l'article 2(2)(b) dans la mesure où, selon le premier, la question contractuelle des rapports entre l'intermédiaire et l'investisseur fait partie du champ d'application de la convention, alors que le second exclut les droits et obligations contractuels dérivés des relations entre ces deux personnes. Cette ambiguïté ne peut être levée par le simple ajout des termes « purement contractuels ».

La Présidente demande si la France a une proposition de rédaction différente.

M. Germain (France) répond que La France n'a pas de proposition de rédaction différente à ce stade des discussions.

The Chair asked for other comments.

Ms Correia (Portugal) agreed to include the terms "purely contractual" and suggested that this matter be dealt with in the Explanatory Report.

The Chair asked whether there was any difference between the terms "merely" or "purely".

The Chairman of the Drafting Committee suggested the Drafting Committee should look at article 2(1)(a) as a clarification may be necessary.

Mme Dubrocard (France) précise que la France n'a pas d'objection à formuler contre la proposition du Président du Comité de rédaction.

Mr Dupont (Luxembourg) suggested that the Explanatory Report should make the distinction between purely contractual rights and not purely contractual rights. He explained that in some laws contractual rights can become proprietary rights. This is the case of the German *Treuhandvertrag* and the fiduciary contract in Luxembourg. Thus it is arguable that these contracts are not "purely" contractual rights because there is an element of property in these contracts.

The Chairman of the Drafting Committee expressed his feeling that if a right is purely contractual in its conception but under insolvency law becomes protected from the general body of creditors as a separate estate, this would only be a matter for insolvency law and would not fall under PRIMA law. It would therefore be necessary to establish the nature of rights at the relevant time. In this case, the specific protection only falls into existence under insolvency law.

Mr Dupont (Luxembourg) expressed his disagreement. In civil law countries, there generally is no distinction between economic and legal ownership. The fiduciary owner can only act on instruction of the beneficiary, under contract.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) added that this would not necessarily be considered an effect of insolvency, but a pre-insolvency right whose coming into play is triggered by the opening of insolvency proceedings. This should fall under PRIMA law.

The Chair added that this question should be solved.

Mr Sigman (United States of America) stressed that even the most beautiful commentary would not encompass the practical use of the convention. It is therefore necessary to clear the basic points. Article 2(1) gives the scope of the convention. Article 2(2) was added for the convenience of some delegations. It was not intended to override article 2(1). In any case, no court should be able to exclude something that is included in article 2(1).

Mr Kreuzer (Germany) agreed with the United States delegate.

M. Germain (France) est du même avis que le délégué des Etats-Unis et pense que l'idée générale est exprimée dans l'article 2(1), alors que l'article 2(2) pose une exception. Cela pourrait être précisé en ajoutant les termes « sous réserve du paragraphe 1 » au paragraphe 2.

The Chair thanked the French delegate and added that there seemed to be two positions on this question.

The Chairman of the Drafting Committee remarked that this was a drafting problem that had not been completely solved. It would be necessary to make clear what we are talking about, i.e., whether the convention should apply to fiduciary obligations that might relate to assets. In principle, fiduciary character would not give interest in securities, but only a potential interest in the case of insolvency. The present text would therefore be inadequate.

The Chair asked whether this proprietary effect derived from insolvency law in Luxembourg, as a provision of insolvency law.

M. Dupont (Luxembourg) added that he was not sure that this question should be dealt with in the text itself. He could not remark on the German system, only on the Luxembourg fiduciary concept, which is a mixture of property and contractual rights. In appearance it is a contractual right, but it becomes a proprietary right in insolvency.

M. Devos (Belgique) pense qu'il faut recentrer le débat, quelque peu confus, qui s'écarte de l'objet de l'article 2. Comme il s'agit essentiellement d'une question de rédaction, ce problème peut être laissé au Comité de rédaction. Il précise que l'on ne vise pas, ici, les situations de type fiduciaire mais que l'on cherche à établir la nature des droits d'un investisseur qui détient les titres en compte et de tous les transferts qui en résultent (à titre de garantie ou de sûreté). Par contre, le droit que l'on accorde à l'investisseur n'est pas déterminé par la convention : elle ne détermine que le droit applicable et ne fixe pas le droit matériel. PRIMA renvoie ainsi à une juridiction qui détermine à son tour comment protéger l'investisseur. Il admet qu'il y a une apparente contradiction dans la rédaction de l'article 2. Cela résulte du fait que la convention vise aussi à régir les droits de type « *securities entitlement* » qui ont une nature hybride (droit de propriété et droit de créance), ce qui est précisément l'objet de l'article 2(1)(a). Par contre, les aspects purement contractuels sont exclus du champ d'application de la convention, car ils n'ont rien à voir avec la nature des droits en compte : toutes les questions liées aux services, à la responsabilité des intermédiaires, etc. sont régies par la loi du contrat (article 2(2)(b)). Il faut donc bien distinguer dans la rédaction de l'article 2 la question de la nature des droits de l'investisseur (article 2(1)(a)) de celle des aspects contractuels (article 2(2)(b)).

Ms Hansen (United States of America) insisted on the need for objective predictability and certainty. Even when there is a mixture of rights, it is necessary that article 2(2) does not diverge from article 2(1). She therefore supported the proposal by the French delegation. The problem would not occur under article 2(2)(a) but under article 2(2)(b).

The Chairman of the Drafting Committee recognised the difficulty. At the time the account agreement was

Procès-verbal/Minutes No 1

opened, the rights were contractual. The proprietary rights only arise at the fiduciary stage. The question is what should PRIMA law apply to. He suggested that PRIMA law should apply neither to the contractual effects nor to the fiduciary effects, because the system would not work if the proprietary rights only appeared when there is insolvency.

The Chair called for observations on this point. She asked the Fédération des Banques Françaises to comment on Working Document No 4. She invited the States that had submitted comments on article 2 to voice their opinions.

Mr Reuschle (Germany) pointed to a linguistic difficulty. Article 2(1)(a) reads "the legal nature and effects . . . of the credit of securities to a securities account" whereas article 1(1) states "securities held with an intermediary means the rights of an account holder resulting *from* a credit of securities to a securities account". He questioned whether there would be any intended difference between these two wordings in article 2(1)(a) and article 1?

Mr Bernasconi (First Secretary) replied that this is a good point. The substance in the two cases is the same and therefore the two texts should be aligned.

Mr Sáinz de Vicuña (ECB) referred to their written observations. He insisted on two elements the European Central Bank considered valuable. First, the finality concept that applies to third parties as concerns party rights. Second, party revocability, concerning the relationship between the custodian and its client. The question on "purely" or "merely" contractual rights would concern this relationship. But here revocability would have third party effects. The functioning of the whole system should not be dependent on this distinction, for it would not be easy to work.

Mr Kreuzer (Germany) insisted that this was a crucial point of this convention as it was necessary to clear what falls in the scope of the convention. This question could not be left open. He suggested personally, so as to make more clear what would be in the scope of the convention, that every delegate should list what rights should be included in the convention, with their description (real or personal nature, third party effect, value before any insolvency occurs). Without this list it would be impossible to define an unknown element, *i.e.*, which rights are included in the convention.

Mr Burman (United States of America) agreed with the German delegate and also with the proposal by the French delegation. The Drafting Committee should correct this point.

Mr Morton (United Kingdom) took up the point made by the expert from the European Central Bank relating to finality and irrevocability. He wondered whether issues of finality and irrevocability are covered by PRIMA law, because these questions invoke more than just property law. He reminded that issues of insolvency law do not fall within the scope of the convention and are not to be governed by PRIMA law.

Mr Sáinz de Vicuña (ECB) explained that the irrevocability and finality issue could affect the soundness of the whole system if there is not sufficient clarity in the text or in the Explanatory Report.

Mr Devos (Belgium) voiced his support with the British delegate. He stressed that irrevocability and finality aspects are not proprietary aspects but only govern the relationship between ordering and receiving parties. He explained that irrevocability and finality are contractual aspects that could be governed by a different law than the one governing the securities account. The service provided by the intermediary, the custody service should be submitted to the *lex contractus*, the law of the contract. It was thus necessary to maintain the distinction in article 2(1)(a) and article 2(2)(b).

Mr Morton (United Kingdom) insisted on two points. First, he said he was not seeking to support that finality would not involve elements of property law. He stressed nevertheless that finality would contain three aspects: contract, property and insolvency law. Second he insisted that finality was neither just a matter of contract law, nor just a question of property law.

Mr Rank (Netherlands) explained that the question was not as complicated as it seemed. Everything that was credited to an account and the nature of such should be determined by this convention. He reminded the delegates that the service function of the custodian should not fall under the convention but depend on the law of the custodian agreement.

The Chair expressed her agreement and suggested transmitting the matter to the Drafting Committee.

The Chairman of the Drafting Committee said the Drafting Committee would be happy to undertake what was submitted relating to the question whether fiduciary arrangements would fall under the convention. He asked whether it was intended that before insolvency the rights of the parties that are purely contractual should be determined by the convention. Should PRIMA apply even if there was to be no insolvency; or should PRIMA apply only if there is insolvency? In other terms, he questioned whether fiduciary arrangements should fall under the convention, even if before insolvency there are only contractual rights.

Mr Christmann (Germany) stressed that if interests in securities are contractual or semi-contractual, these would be less than proprietary. He added that the convention should be applied whatever the interests of the investor in the securities. He indicated that what was to be achieved here was to avoid having to look at every individual security. He said that this opinion was shared by the members of the German delegation and of the *Bundesverband Deutscher Banken* about *Wertpapierrechnungen*. He concluded that it was important to determine what securities and interests in securities are covered by the convention.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) answered the question of the Chairman of the Drafting Committee. If there is no insolvency, only contractual law applies and thus one must apply the law of contract. PRIMA law does not apply in this case. When there is an insolvency, if PRIMA law says that the rights crystallise in a proprietary right, then the insolvency judge must recognise that right as a proprietary right. Insolvency law only comes into play under the conditions of article 7(2).

Mr Morton (United Kingdom) took up the point made by the Spanish delegate. It is essential that when upon insolvency what had been purely contractual rights become proprietary effects, one should know whether this is a feature of insolvency law or a question of property. If it were insolvency law PRIMA jurisdiction would not apply to the change of the nature of the right.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) replied that if it is a question of property, though triggered by the opening of

insolvency proceedings, PRIMA law should answer that question.

The Chair questioned the scope of such a distinction.

Mr Christmann (Germany) insisted that if a contractual right has extra fiduciary protection in insolvency, when the interest changes it should not influence the fact that the convention is applicable or not.

Mr Rank (Netherlands) fully agreed with the German delegate. It is precisely the idea of a mixed portfolio that brought about the need for a uniform regime of the private international law applicable. It is not relevant to know whether this fiduciary right changes like a chameleon from a contractual right to a property right. It is necessary to bear in mind for which purpose this convention is drafted. All these listed items, such as the nature of rights, are not relevant. It would be up to the law of the intermediary to determine what the nature of these rights were.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) insisted on an important point. He took the example of an account holder with contractual rights that become property rights in case of insolvency (PRIMA rule, Luxembourg Law for instance). If the insolvency were opened in Spain, Spanish law would not know this model, but must recognise the proprietary right assigned by PRIMA law. In this case what would happen to the title of the account holder? One should first refer to Luxembourg law, which is PRIMA law, in order to determine that the account holder has a proprietary right. Then the Spanish judge would have to recognise what Luxembourg law says. Subsequently Spanish law would do the same.

Mr Devos (Belgium) stressed that he still thought the example of a fiduciary arrangement brought confusion into the debate. The question of definition was not cleared and it would be necessary to avoid talking about the situation in terms of "securities entitlement", which is not the same thing as a fiduciary arrangement. He was not referring to specific protection. Only a securities entitlement could bring a mixture of contractual and property rights, but they are from the outset proprietary rights. He insisted that it would be necessary to be able to rely on the protection granted by the law governing the securities account, even if the system would allow the exchange of rights. These types of rights would then qualify for the convention. He insisted that it would be necessary to distinguish more carefully between the rights given to the beneficiary in relation to the custodian and the rights governed by the lex contractus selected by the parties. He reminded the delegates that the purpose here is to determine what law is applicable to the account agreement and in the end whether property and contractual law are to be determined by PRIMA. He concluded that the delegates were not here to investigate the type of right PRIMA would give to the account holder.

The Chair drew the attention of the delegates to the fact that Preliminary Documents No 18, 18*bis* and 18*ter* dated 12 November had been replaced by Preliminary Documents No 18, 18*bis* and 18*ter* dated 28 November.

M. de Fontmichel (France) revient sur le champ d'application de la convention et précise que la lecture de la France correspond à l'interprétation faite par le délégué des Pays-Bas : la convention s'applique quelle que soit la nature de l'inscription en compte. Il faut donc clarifier l'article 2(1)(a) et l'article 2(2)(b) afin que PRIMA détermine bien la nature du droit (réel ou personnel) qu'une personne peut faire valoir à l'encontre d'un tiers. Il précise qu'il est illusoire de chercher à établir une définition commune de la nature exacte de l'inscription en compte. Au regard des différences des les droits matériels de chaque Etat.

Mr Rogers (United States of America) agreed with the French delegate. He explained that the distinction between property and contractual rights had to apply to the rights in the creditor's security account. The rule in article 2(1) was an inclusion rule and therefore would not require a characterisation. Article 2(1)(a) reads, "whether the rights resulting from such a credit are property, contract, or other rights." This inclusion would not turn on characterisation. The provision in article 2(2) was not necessary as it took what was implied in article 2(1). He added that even if in most cases there were no difficulties, some problems could nevertheless arise. He stressed that the convention was to bring legal clarity and legal security as to when it was supposed to apply. Therefore the exclusion in article 2(2) should not be an analysis one would have to go through so as to find out when the convention applied. He expressed his concern about the following: if one has to perform characterisation before one can apply the convention, this would bring insecurity. It would therefore be necessary to make article 2(2) subject to the article 2(1) inclusion rule.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) stressed that the fact pattern where there are only contractual rights was still a problem. In this case should PRIMA apply or would one apply the private international law rules of the forum applicable to contractual obligations?

Mr Rogers (United States of America) replied that if the question were easy to answer in private international law, there would be no problem. As this is not the case, parties would be safer with a convention on the conflict of laws. It would not be necessary to determine that the right was contractual or proprietary before applying the convention. He concluded that it would be safer to have a drafting structure with an inclusion rule in article 2(1) and an exclusion rule in article 2(2) subject to the inclusion rule in article 2(1).

Mr Reuschle (Germany) said that article 2(1) only determined the application of the law and dealt with the legal nature and effects. He added that article 2(2) concerned contractual law in the relationship between the parties. He thought there was confusion between these two different things.

Mr Christmann (Germany) indicated that article 2(1) should specify more clearly that PRIMA determined the interest of investors towards the securities. He thought that the confusion lead from the fact that article 2(1) was too close to the intermediary – investor relationship, whereas article 2(2) concerned the investor-securities relationship.

Mr Devos (Belgium) supported the German delegate's proposal and also the interesting suggestions from France and the United States. He suggested that the reference to contractual aspects should be subject to article 2(1)(a). It would therefore perhaps be necessary to delete the last part of article 2(1)(a) i.e., "rights resulting from such a credit are property, contract, or other rights".

The Chairman of the Drafting Committee suggested we could probably avoid a lot of these problems if we focused on the fact that the difficulties only arise when there is insolvency. Insolvency would exclude effects in relation to the intermediary. It would be therefore necessary to concentrate on the effects towards third parties. All other effects would contractual ones. It might then be necessary

Procès-verbal/Minutes No 1

to get rid of article 2(2)(b) and article 2(1)(a) *in fine* "whether the rights resulting from such a credit are property, contract or other rights".

Mr Devos (Belgium) thanked the Chairman of the Drafting Committee for supporting deletion of article 2(1) *in fine*, but added that rights are only enforceable against the intermediary. It is therefore necessary to maintain the reference to the rights towards the intermediary in article 2(1)(a).

Mr Kircher (ISDA) remarked on how the intention to clarify things can backfire. He stated that in the convention there were three provisions that contemplate contractual rights. Article 2(2)(a) says that the convention does not want to interfere with the account agreement; article 2(2)(b) refers to the contractual or other personal rights in the intermediary-account holder relationship; article 2(1)(g) explains whether the disposition of securities should fall within the scope of the convention. He said that the difficulty resulted from the relationship between these provisions. If one wanted to be certain as to what is governed by the convention, article 2(1) should say when the convention is applicable and article 2(2) should say when application is excluded. Mr Kircher stated that this could be achieved by clarifying the relationship between paragraphs (1) and (2), and expressed his support for the proposal of the United States delegation to make paragraph (2) subject to paragraph (1). He added that in particular, the German *Wertpapierrechnung* must be governed by the convention.

Mr Kanda (Japan) stressed two points. First, one should check whether article 2(1) and article 2(2) could overlap. It should not be so. Technically article 2(2) should be subject to article 2(1). When the issue is about securities, credit or securities accounts, article 2(1)(a) would provide the answer. For other contractual relationships, these would be excluded by article 2(2)(b). These two provisions should not overlap in private international law. Second, if article 2(1)(a) were applied, in some jurisdictions the nature of the right is contractual but when the intermediary goes bankrupt, the investor is protected. The characteristic in private law and in insolvency law would be closely connected. If PRIMA law said that this were contractual, the insolvency jurisdiction would treat it as contractual. This should be noted in jurisdictions where the two issues are combined. He concluded that this was a question for substantive law and not for private international law. It was thus out of the scope of the convention.

Ms Hansen (United States of America) expressed her gratefulness to the delegates trying to address the relationship between the two paragraphs. It would nevertheless be dangerous to make dramatic changes in the text at this point. Drafting changes would be acceptable. Other changes should be given careful consideration.

The Chair asked for opinions on the deleting of the two provisions as suggested by the Chairman of the Drafting Committee.

Mr Christmann (Germany) insisted on giving careful consideration to this deletion. It would not seem a good thing to change the structure at this point. If there were doubts about an overlapping possibility between article 2(1) and article 2(2) the clarification should be given in article 2(2) because there is no substantive content. The important provision were article 2(1). Any explanations could be given in article 2(2).

Mr Spink (Canada) agreed with the comments made by the German delegate. He stressed the need to be careful about the drafting.

Mr Afrell (Sweden) also expressed his concern about changing the draft. He agreed to the terms "subject to" and to the fact that article 2(1) should prevail.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) supported the suggestion of the British and Belgian delegates. It would be a good idea if article 2(1)(a) could be drafted without the word "property".

The Chairman of the Drafting Committee insisted on the need to limit the scope of the convention when the rights are taken up in an insolvency or competing with other interests. The protection of ownership and co-ownership rights fall under PRIMA law. He questioned whether, on the other hand, rights that become property rights in the case of insolvency fall also under PRIMA law? He proposed the following pattern concerning the effects towards third parties in an insolvency: PRIMA law should apply when there was a disposition where the question concerns the protection of rights towards third parties and party protection in insolvency.

M. Germain (France) trouve la proposition du délégué belge intéressante, car il y a effectivement une redondance dans la formulation « de nature réelle, contractuelle ou autre » de l'article 2(1)(a) dans la mesure où cette précision figure déjà dans la définition des droits de l'investisseur à l'article 1(1) (titres détenus auprès d'un intermédiaire). La simple suppression de ces termes ne résoudrait pas pour autant le problème de hiérarchie qui se pose entre l'article 2(1)(a) et l'article 2(2)(b) qu'il faut régler de façon claire.

Mr Burman (United States of America) made two remarks. First, if changes were to be brought in article 2(1) the implication of these changes should be carefully considered, especially as the delegates had voiced divided support. Second, he agreed to the proposal made by France. It would be important to make clear in the convention that article 2(1) is not subsumed by article 2(2). This change should be undertaken. It would not necessarily lead to a change in article 2(1) itself.

Mr Hayakawa (Japan) asked the delegates to remember how article 2(1)(a) and article 2(2)(b) were established. The main question to be solved was about the proprietary aspect of the relationship. He said that article 2(1) dealt with proprietary aspects and article 2(2) explained what the convention did not cover, *i.e.* the contracts between the account holder and the intermediary. Nevertheless, he thought that the characteristic of the nature of the relationship was inserted at a later stage than article 2(2)(a). From such historical background, even if the security interest were qualified as contractual, it would not be out of the scope of the convention for the proprietary aspect of such security interest. He added that the purpose of article 2(1)(a) and article 2(2) would be very different. He expressed his concern that dramatic changes could be misleading.

Mr Fombellida-Prieto (European Community-Commission) suggested that at this stage of the debate, the delegates should leave the Drafting Committee to worry about article 2(2).

Mr Pöch (Austria) shared the views expressed by Japan. The two paragraphs were separate and could go along separately. He would nevertheless like to raise another issue in article 2. He asked about the scope of article 2(1) concerning the terms "legal nature and effects of the credit". Would the correct understanding of these terms encompass the debiting of another account? This

understanding could be confirmed by sub-paragraph (d) referring to the extinction of rights. In other terms would article 2(1)(a) mean, by wording and structure, that the intermediary where the debiting were taking place was to be ruled by the law of the intermediary where the crediting was made?

Mr Morton (United Kingdom) added that the term credit was ambiguous. One could use the terms "entry" or "what results from the entry". Article 2(1) tried to express the account holder's rights.

Mr Pöch (Austria) asked for clarifications as to whether this would encompass the debiting of an account.

The Chair explained that the convention was not concerned with crediting and debiting as such, but only with proprietary rights. Debiting could fall under a different PRIMA law.

Mr Rank (Netherlands) added that when there is debiting, one party lost its property.

Mr Bernasconi (First Secretary) replied that this was just another aspect of the so-called page 37 problem (Super PRIMA would be the wrong term). This question would be discussed at a later stage. The accepted analysis of the page 37 problem would be that if a transferee acquired under PRIMA law the transferor's right, his right would be established. This would not concern debiting.

M. Devos (Belgique) s'étonne de l'intervention des délégués qui souhaitent changer le moins possible le texte du projet de convention. Il rappelle que l'article 2 a déjà fait l'objet de longs débats. Il propose de mandater le Comité de rédaction pour incorporer la proposition des délégations de la France et des Etats-Unis.

The Chair suggested submitting the matter to the Drafting Committee

Article 3

Mr Bernasconi (First Secretary) summarised the situation of article 3 and the various fact patterns encountered in the expert meetings. At a first point, there was consensus on the fact that the convention should always be applicable if any party or intermediary were situated in a foreign State (January 2001 position). At a second point, there was also consensus on the fact that when the two parties and the intermediary were all in the same State but the securities were foreign, the convention should be triggered (January 2001 position). During the informal process a third fact pattern appeared, best illustrated by an example. A Spanish CSD, intermediary (with a branch aboard) and account holder were all established in Spain. Could the Spanish intermediary and the Spanish account holder agree to select some foreign law, *i.e.*, Swiss law? The convention should be applicable in this case, for two reasons: first, because the selection of foreign law was a foreign element that could trigger the convention; second, because what was initially a purely national fact pattern could become international when foreign parties came into the picture, for instance secured parties. Not to apply the convention in these cases would be an artificial restriction. He then added that the next question was about whether the delegates have to amend article 3 slightly to insert a list of examples that could trigger the application of the convention. These could cover the following cases: if either the account holder, or any party to a disposition or intermediary or issuer of securities were located in another State, or if the parties to the account agreement selected a foreign law. In all these cases the international character only came from the choice of law.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) agreed to the fact that a list of examples would be useful. Even if all elements were located in one State, when there was a choice of the parties and the reality test is satisfied, the convention should be applied. Nevertheless, he insisted that a last situation should not be neglected. It would be the case when the parties chose the law but the intermediary had no branch in the foreign State (*cf.* article 5): should the convention apply or not?

The Chair replied that this might be correct.

Ms Hansen (United States of America) agreed with the fact pattern described by the First Secretary. The convention would apply when the parties chose a foreign law. She also agreed to the Spanish proposal for a non-exclusive list.

Mr Reuschle (Germany) also preferred a non-exclusive list with relevant cross-border factors to help judges. As to whether to apply the convention when there was a choice of law by the parties, one should compare with Article 3 of the Rome Convention. The same idea could be developed here, even if all parties were inland.

The Chair added that it would be a different matter to be inside or outside the convention. If one were inside the convention, Spanish law would apply as a fall-back rule and could have positive effect on the insolvency in article 7. These rights would be valid by insolvency law. The situation would not be quite the same if one were outside the convention.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) answered that when all the elements were in one State, the insolvency would be opened in that State.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) indicated that it would then be necessary to check whether the convention applied when there was only a slight international connection. It could be necessary for the delegates to look for situations where they did not want the convention to apply. He thought that a list could be too complicated. He added that in any case it would not be necessary to have an international requirement. Deleting article 3 would seem sufficient.

Mr Struycken (Netherlands) disagreed with modifying article 3. The convention should not apply to cases that are artificially international. He explained that therefore there was no sufficient ground for a list or for internationalising purely domestic cases. The parallel to Article 3(3) of the Rome Convention would be confusing.

The Chair asked whether the convention should apply when all the elements were in one State.

Mr Struycken (Netherlands) replied no.

The Chair stated that there were two positions. In the proposal by the Danish delegation, if all the elements were situated in a same State and the parties chose the law of another State, one should apply the reality test. The intermediary should then have a branch in that other State. Should this case be outside the convention, parties would not choose any law and when the situation became international because of a pledge of securities, the fall-back rule would apply. This situation would be outside the parties' prevision.

Procès-verbal/Minutes No 1

Mr Garcimartín Alférez (Spain) thought that the convention should apply when the parties agreed to a foreign law and the intermediary had a branch in that State. On the other hand, he insisted the delegates agree on a position concerning the case where the parties agree on a foreign law, but the intermediary has no branch in that country. Nevertheless he added that such a situation would not be of practical importance.

Mr Devos (Belgium) asked the delegates to consider article 4(1) that the convention applied to direct holding patterns. In article 4(1) the CSD would be governed by the Hague convention. In this case, when a CSD held securities of country A, the law of country A applied when there was a conflict of law issue which would rarely be the case. This example showed that it could be necessary to have some flexibility in article 3.

Ms Weinberg de Roca (Argentina) supported the idea of the Dutch delegate. The comparison with the Rome Convention would only confuse and complicate matters. In this convention it would be enough to accept party agreement.

M. de Fontmichel (France) demande si le débat actuel porte bien sur l'hypothèse soulevée par le délégué espagnol dans laquelle il n'y a pas d'élément d'extranéité objectif et que la situation n'est internationalisée que par le choix d'une loi étrangère par les parties. Il demande quelques éclaircissements sur l'application de la convention dans ce cas.

M. Bernasconi (Premier secrétaire) répond que la convention n'est amenée à s'appliquer dans ce cas que si les parties choisissent un Etat qui est partie à la convention. Dans le cas où leur choix porte sur un Etat où l'intermédiaire n'a pas d'établissement, il faut appliquer l'article 5 qui permet de désigner l'Etat où tous les éléments objectifs de fait conduisent.

M. de Fontmichel (France) remarque que ce second exemple est peu pertinent dans la mesure où une telle situation ne se présentera que rarement en pratique. En pratique, la loi choisie par les parties sera disqualifiée au regard des conditions de l'article 4 et l'article 5 s'appliquera.

Mr Morton (United Kingdom) insisted on three points. First he would not support the Danish proposal to delete article 3. Second, he saw some advantage in inserting examples, especially where the only international element is the choice of law. Third, one should stay practical and admit that the choice of law is a sufficient international element and thus apply the convention. He said that as concerns exclusions, it would be necessary to lead a preliminary forceful enquiry so as to check if there are enough elements to apply the convention. The reality test would equate to the fall-back rule. The results would be the same either way, but it would be a good thing to use the same method all the time.

Mr Burman (United States of America) stated that the third fact pattern elaborated by the Secretariat would substantially restrict the effect of this convention.

Mr Sáinz de Vicuña (ECB) added that when a securities account was located in the same place as the intermediary and the account holder, the only international element would be the contractual declaration of the parties. The difficulty would be then to locate the intermediary and the account holder.

Mr Kronke (Unidroit) then presented Working Document No 2. As the Report (Preliminary Document No 1 of November 2000) emphasised, the creation of a reliable conflict-of-laws framework would be an enormous step forward but, once that objective has been reached, there would be more – and many say, more difficult – work ahead, work on the modernisation and harmonisation of the *substantive law* governing, in particular, the taking of security in securities. He explained, that the determination of the applicable law may not lead to any solution at all because many legal systems do not have any or only have rudimentary and/or outdated substantive rules. As Unidroit indicated in a statement during the first meeting in The Hague, on 12 January 2001, preparations in this respect were under way at Unidroit. Mr Kronke was pleased to inform the delegations that, following the usual procedure at Unidroit, a Study Group under the chairmanship of Dr B. Sen, member of the Unidroit Governing Council from India, had been convened and had held its first session in September 2002. While the precise scope of the project has not yet been defined, the preliminary list of 14 items to be considered ranges from the substantive requirements and the procedure for the creation and perfection of an interest in securities held with intermediaries to the extension of an interest in securities, from priorities to the effects of upper-tier attachment, from the duties of the intermediary to the account holder, the security taker and third parties to the transfer, in particular but not only for purposes of the provision of collateral. Internal soundness or workability and international compatibility of individual national systems, improved lenders' and investors' protection are the objectives of the Study Group's work. The Study Group and the Secretariat were pleased that the First Secretary was able to attend the meeting for the Hague Conference. This, as well as the fact that no fewer than four of the fathers of the draft Hague convention are also serving on the Unidroit Study Group, ensures a seamless flow of expertise from one project to the next. He added he was looking forward to seeing the successful completion of the work before this Diplomatic Session and to continuing perfect co-operation between the two Organisations.

The Secretary General expressed his delight about the co-operation and about the presence of the Secretary General of Unidroit during this Session.

The meeting was closed at 6.10 p.m.

Procès-verbal No 2
Minutes No 2

Séance du mardi 3 décembre 2002 (matin)

Meeting of Tuesday 3 December 2002 (morning)

La séance est ouverte à 10 h 00 sous la présidence de Madame Stefania Bariatti (Italie).

Article 4 (Options A, A+ and B)

The Chair wished everybody a good morning and stated that before starting the discussion, she would give the floor to the First Secretary.

Mr Bernasconi (First Secretary) said that he firstly would like to begin with a small organisational matter. He remarked that, as everyone was aware, the Permanent Bureau had organised an attractive social program. He kindly urged all of the participants to return the relevant reply form to the Secretariat at the latest by the lunch break, emphasising that this was crucial for the organisation and requesting participants to kindly bear with the Permanent Bureau and to assist in this matter.

The Chair thanked the First Secretary. She stated that the meeting had now reached discussion of article 4. She gave the floor to the First Secretary to explain the current position on article 4, to describe the work that has been done and to explain to those not present at the past meetings what has been discussed regarding the Options.

Mr Bernasconi (First Secretary) explained that the actual idea and history of article 4, the most crucial provision of the convention, needed no introduction. He noted that everyone agreed that PRIMA ought to be the test applied. He stressed, however, that the real question is: "How do we substantiate the PRIMA principle?" He explained that Preliminary Document No 15 contains two options for article 4(1): A and B, both of which are based on a choice of law by the parties to the account agreement (emphasising that it is not the parties to the agreement regarding the underlying disposition, but the account holder and its intermediary). He explained that both options are subjected to a reality test contained in the white list. However, he emphasised that depending on the Option, the choice by the parties has a different subject. For Option B, the choice designates the place where the account is maintained, whereas Option A designates the law specifically governing the issues mentioned in article 2(1). He also noted that during the informal process, in particular during the Regional Discussion Workshops in January 2002, Option A was well received and clearly preferred over Option B. Mr Bernasconi then proposed to briefly summarise the main arguments for and against Options A and B, which he considered to be the most important. Concerning Option B, he stated that there were two different ways to read the option. The first reading requires that the account is actually maintained at the place designated. The second reading takes the approach that it does not matter whether or not the account is maintained there. He remarked that if the latter is the correct interpretation, then what was the point in referring to the place of the account at all? On the other hand, if the account does indeed have to be maintained there, then the problem of second guessing would arise: *i.e.*, there is a risk that a judge deciding which law to apply may come to the conclusion that the account is not in fact maintained in the place designated and thus would apply the fall-back rule. This interpretation would in fact significantly increase the number of cases applying the fall-back rule. Mr Bernasconi recalled there had always been agreement that this fall-back rule should be limited because it is not based on PRIMA, rather on certainty. Furthermore, he remarked that regardless of the correct interpretation, the mere possibility for two readings of the option in itself shows that this is not a solution under which the highest degree of predictability and certainty is achieved. He continued to describe another problem raised regularly in relation to Option B, linked to the possibility that a judge might second-guess the parties' choice and apply the fall-back rule. He explained that there is the risk that if a secured party should suddenly lose its right to an interest, because of a failure to perfect under the law applicable under article 5, that party would be most likely to sue its intermediary for failure to maintain the account as agreed. He remarked that in light of the size of the figures involved, this risk of intermediary exposure to liability actions could have devastating effect on the industry. He added that another argument against Option B is that the approach is not in-line with existing industry practice because most account agreements do not refer to the place of the maintenance of the account and that this would require costly revision of existing agreements. Another point, emphasised by Mr Bernasconi, is that Option B would be more complex to put into practice in multi-unit States. He gave the example of an intermediary incorporated in Delaware, with an office in Ohio. The intermediary has no physical presence in New York, but the parties want to apply the law of New York. He explained that the result could not be achieved under Option B, without internal conflict rules. Indeed, the intermediary may not be permitted to designate the place of New York as the place where the account was maintained, because it does not have an office there. Moreover, with Option B, article 11 is very complex to draft. Mr Bernasconi pointed out that Option A would avoid this problem of multi-unit States by allowing the parties to designate the law of any territorial unit within a multi-unit State without having to qualify this territorial unit as the territorial unit where the account was maintained. However, he remarked that Option A, like Option B, is not in-line with existing practice and would also require costly revision of existing agreements which do not normally contain a proprietary choice of law clause and would therefore require costly revision. He continued that similar to Option B, Option A also has the disadvantage that it suffers from the need for magic words. Indeed, parties have to specify that the choice of law is applicable to matters in article 2(1). He explained that it is in light of all these basic comments that the Permanent Bureau suggested the so-called Option A+ approach, contained in Preliminary Document No 16. The main goal of Option A+, he continued, is that it eliminates the requirement for magic words by providing that if there were a general choice of law provision in the agreement, that law should also be regarded as a valid choice in the context of article 4(1). However, Mr Bernasconi underlined that parties can select two different laws: they are allowed to designate a law applicable to contractual aspects and another law applicable to proprietary aspects. Nevertheless, he pointed out that there should not be a possibility of "*à la carte*"

Procès-verbal/Minutes No 2

approach – the parties to the account agreement should not be able to apply different laws to the different issues listed in article 2(1). Furthermore, he stressed the point that the choice of law is not meant to be regarded as required to be maintained in the main account agreement, but as accounts are often governed by a bundle of agreements, the choice may also be contained in a side agreement. He emphasised that as Option A+ specifically refers to the "account agreement", it is appropriate to define the account agreement, which Preliminary Document No 16 proposes to be as follows: "account agreement" means the agreement between the account holder and the relevant intermediary governing the securities account". However, Mr Bernasconi stressed that this definition had been kept very general so that any relevant agreement, however labelled, would be covered – the convention would not impose any sort of requirement of form, which is left to the rules applicable. He then reported that the Chair pointed out the fact that all of Options A, B and A+ are subjected to the reality test. He emphasised that it was never the intention of the Permanent Bureau, in proposing Option A+, to remove the application of the white list.

The Chair thanked the First Secretary for this eloquent introduction which led directly to the points for discussion. She asked that delegates express themselves and present their comments contained in Preliminary Document No 18, taking this opportunity to explain these comments in more detail.

Mr Brandman (ISDA) stated that he felt honoured to once again represent ISDA. He explained that the industry handles trillions of collateral securities and dispositions. ISDA is extremely grateful for the efforts being made by the Hague Conference to bring legal certainty and legal efficiency. He explained that the industry is supportive of legal certainty and efficiency because it not only enables the industry to more effectively manage credit and systemic risk, but also yields additional benefits in the form of liquidity which will allow capital to flow more freely. Likewise, legal certainty and efficiency will permit investments in countries and companies which have been historically unable to raise capital. He stressed that therefore his delegation supports the simplicity, efficiency and legal certainty of Option A+.

Mr Wiener (United States of America) voiced approval of the First Secretary's complete and thoughtful analysis, which had clearly articulated the thoughts of the United States delegation on Option A+. He emphasised one additional point; for most of the industry participants acting as intermediaries, the most helpful Option is A+. He stressed that a number of depositories are extraordinarily hesitant to have to revise custody agreements, due to the possible tax and regulatory implications, which would mean that the convention would have little effect in creating security and certainty. He concluded that for this reason and the other reasons stated before by the First Secretary, his delegation supported Option A+.

Mr Reitz (ICULC) stated that his delegation supported article 4(1) of the proposed convention and, with regard to Options A and B, all the members he represented support Option A due to the importance for *ex ante* legal certainty. He noted that although not all ICULC members support A+, many do, including IPMA.

Mr Fombellida-Prieto (European Community-Commission) stated that the European Commission would allow for a compromise between all delegations. He stated that they had considered all three Options and that there seemed to be a degree of consensus for Option A+. However, he remarked that the wording of that Option could be improved to take into account the interests of third parties and that in this regard, the "reality test" is crucial.

Mr Sáinz de Vicuña (ECB) agreed with the notion of compromise elaborated by the European Commission delegate. He stressed, however, that his delegation remains unconvinced of Option A, in particular in relation to the fact that the Settlement Finality Directive in Europe points to the law of the State of the place of the account. He stated that the risk that judges might second-guess this place is remote and that the system under the Settlement Finality Directive works, remarking that although it is young, it has certainly proven to be "so far so good". In addition, he explained that, since June this year, the Collateral Directive has operated to also follow the place of the account rather than the decision of the parties. In this regard, he pointed out that there are still merits for Option B. He emphasised that these merits exist both for achieving legal certainty and also for following the PRIMA principle most closely. Thus, although in the view of his delegation Option B has merits over Option A, in light of its institutional position, his delegation would agree with the compromise reached by the fifteen Member States of the European Union.

Ms Sekhar Naik (Malaysia) expressed support for the benefits of Option A+, which gives effect to the agreement between the parties and therefore provides certainty.

Mr Minogue (Australia) stated that his delegation recognised that Option B could improve the situation but that they preferred A and A+ over Option B for creating legal certainty, and in particular A+, which best avoids the factual questions that may be asked regarding the agreement of the parties. He concluded that the view of Australia was that A+ is the best option.

Mr Amaral (Brazil) stated a preference for Option A+ as it provides a predetermined system for choosing the applicable law. This would be the best solution because otherwise the depositary is left responsible to the account holder for maintaining the account as agreed.

Mr Langlet (EBF and FBF) stated that he was acting as a European Banking Federation representative but also as a French Banking Federation representative. He wanted to raise two topics. First, on behalf of the FBF as he felt he owed some explanation concerning Working Document No 4. Mr Langlet said that except for one establishment, all French banks are in favour of Option A+. He explained that due to this lack of unanimity it was not possible for the FBF to take an official position, but last Wednesday, consensus was indeed reached by the legal committee of the FBF. Thus, all French Banks are in favour of Option A+, subject to the Permanent Bureau taking into account the safeguarding of the protections granted by local law to the intermediary. In other words, the idea was "not to forget the custodian activities interest". In order to reach this consensus, a modification of article 2(1) had been proposed. Mr Langlet said, however, that having carefully listened to the trouble triggered by the debate on article 2(1) yesterday, the FBF wanted to emphasise the need to be very reserved and careful with any drastic changes. Thus it was suggested that some comments be put into the Explanatory Report regarding the necessary protection of custodian interest, and explaining the difference between the proprietary aspects and contractual aspects referred to in article 2. Mr Langlet noted another idea developed to reach a French consensus had been to restrict the definition of "disposition" to transfer of title by way of security or to any grant of security interests whether possessory or

non possessory. The aim of this would be to avoid the convention covering all securities ownership transfer. However, Mr Langlet pointed out that this proposal should not be in discrepancy with the ownership transfer of securities by other jurisdictions. He stated that the FBF was open to persuasion as to otherwise by other delegations. In relation to his second point, Mr Langlet was happy to draw the Commission's attention to the fact that the EBF is in favour of Option A+. He pointed out that under this option, the actual choice of governing law will be determined by the powerful party. According to him, it is up to the creditor to decide where the securities are secured. However, he stated that he could not imagine the creditor choosing a fictitious law. He then recalled that the aim of the convention was to adopt a conflict of law rule where parties would always be free to open a securities account wherever they wish and that the aim was to adopt a conflict of laws rule and nothing else.

Mr Sussman (FMLG) on behalf of the industry expressed strong support for Option A+, agreeing with the reasons already enunciated by the First Secretary, the United States and ISDA. In particular, AGC, which represents major global custodian banks functioning as the "relevant intermediary", strongly supported Option A+ in their comment letter. He reiterated the industry belief that Option A+ provides legal certainty in commercial, brokerage and cross-border activities. He pointed out that it not only addresses the reality test nicely, but is also preferable in the context of modern industry practice, which diversifies global activity. He mentioned that Option A+ is preferable because it makes the decision making for the parties easier and, for pre-existing agreements in particular, there would be no need to go back to revise and amend the thousands of agreements, nor draft a complex provision addressing the contractual situation. He reiterated strong support for Option A+.

The Chair explained that the meeting would return to address the white list later, but that for now, what was sought were the feelings of the delegations regarding the three Options for article 4(1).

Mr Devos (Belgium) noted that most national delegations, including Belgium, favour Option A+ based on the First Secretary's good reasoning and the lengthy discussions which have taken place on the definition of the place of the maintenance of the account. He concluded therefore that Option A+ is the only possibility in order to obtain the legal protection aimed at by the project. He remarked that the European legal instruments mentioned might not in fact create such conflict. This is because, *e.g.*, Article 9(2) of the Settlement Finality Directive, which determines the applicable law, refers to the place of the account but does not specifically articulate the precise criteria for the determination of PRIMA, thus leaving room for further articulation at the international level. He also pointed out that at the time the Settlement Finality Directive was drafted, it was itself revolutionary – with some still favouring the "look-through" approach. He emphasised that the path taken was sufficiently revolutionary at that time, making substantial progress and that it was not possible to go any further at the time. He stated that the aim with the project now at hand is to go further. He said that the same was true for the Collateral Directive, that it was now necessary to go further and Option A+ will precisely follow that road. Mr Devos concluded that it was necessary to take the time to ask delegations that are more in favour of Option B, whether they accept Option A+ and what they consider is required to find a compromise for that Option.

Mr Baumgartner (Switzerland) said his delegation could support either Option A or Option A+ and was open for discussion of the issue, however he still had some questions with regard to Option A+.

The Chair pointed out that the text was based on Options A and B, thus if Option A+ were chosen, discussion was required on other issues related to the draft which would be affected by this choice.

Mr Baumgartner (Switzerland) stated that choosing Option A+ would lead to two issues which needed to be discussed. First, the reference to "the law in force in the State . . ." gives rise to the question: at what time must the law be in force? Secondly, he stated that Option A+ might be problematic to the extent that it is meant to extend the parties' choice of the applicable contract law to a choice of law applicable to the property issues under article 2(1) and thus may impose upon them a choice of law they may not have intended.

M. Béraud (France) affirme que la France est clairement en faveur de l'Option A+ relative à l'article 4 du projet de convention. Cependant, selon M. Béraud un compromis doit pouvoir être atteint afin de rapprocher cette position de celle de la BCE. Notamment, il propose de revoir le libellé du test de réalité. En effet, les partisans de l'Option B trouvent que cet intitulé n'est pas assez strict. Il pense qu'il doit donc être possible de trouver un compromis en rendant le test de réalité plus contraignant.

Mr Morton (United Kingdom) stated that his delegation also favours Option A+ for the reasons described by the First Secretary as it delivers the best clarity and legal certainty. In relation to Option B, he expressed concern that it would be interpreted in different ways by courts of different countries. He stated that in practice it provides insufficient confidence and therefore favours the Option A approach, especially Option A+. He said he would like to make two subsidiary points: first, that the consensus for Option A+ presupposes the existence of the reality test. Secondly, he echoed the concerns of the European Commission and Swiss delegations in relation to all options, but especially Option A+, as to the effect of a change in applicable law to different dispositions made at different times.

Ms Baptista (ACSDA) congratulated those who have been working on this project. She emphasised the importance of this convention, which will greatly increase legal certainty for the benefit all of the industry. She remarked that ACSDA also supported this goal. She pointed to pages 329, 345 (Preliminary Document No 18), where fourteen ACSDA members (Central Securities Depositories from fourteen countries across North and South America and Africa) expressed support for Option A+. She remarked that although at that time the two Brazilian member CSDs did not express their support as they were still undergoing national discussions on the issue, there had recently been a national decision supporting Option A+. She concluded that all ACSDA members now supported Option A+ for article 4(1).

Mr Garcimartín Alférez (Spain) noted his agreement with this general consensus and said that his delegation would be perfectly happy to accept Option A+. He pointed out the importance of one particular aspect: the need for the possibility that the parties separate their choice of law for contractual and proprietary aspects. He remarked that this possibility is required as there are many times when intermediaries may not want to choose different laws for each aspect. He gave the example of when the parties choose as the governing law the law of a place where the intermediary has no branch, simply because the contractual aspects support this choice (which, however, would not satisfy the reality test).

Procès-verbal/Minutes No 2

M. Brunet (Canada) affirme que le Canada est en faveur de l'option A+. Il explique que cette option est soutenue avec beaucoup de conviction car elle apparaît être la plus simple. En outre, il estime que l'option A+ est celle qui pourra sans doute être appliquée avec le plus d'efficacité. Cependant, M. Brunet pense que cette option pourrait être davantage qualifiée. Notamment, il suggère que la liste blanche soit envisagée de façon moins contraignante mais admet que cette question pourra être abordée plus tard.

The Chair expressed that it was felt, from the point of view of the Permanent Bureau, that the temporal issues and the issue as to the effects of the change of applicable law for third parties needed to be discussed. She asked delegations to think about Working Documents they would like to present regarding any changes to article 4 as contained in Preliminary Document No 16, which they may feel were required to improve its form and context and to reach their desired results, this together with Working Documents concerning the white list. She advised that it would be helpful to have these suggestions in writing in order to discuss them.

Mr Bernasconi (First Secretary) thanked the Chair for making this point. He confirmed that from the Permanent Bureau's perspective, there were two issues in relation to Option A+ which needed to be addressed. First, he referred to the situation where the parties select the law of State A on Day 1, and then on Day 2 decide to change the applicable law to that of State B. What are the effects for a secured party, which is relying on the law of State A to perfect its interest, when a second secured party has relied on the later law of State B? He pointed out that this is something they are currently working on. Secondly, he described the situation where, before the convention enters into force, the parties choose the law of State A as the law governing the account agreement and a secured party, relying on the "look-through" approach in force at the time, perfects under the law of State B. What happens to the latter party's interest when the convention enters into force and the applicable law would be determined under PRIMA as the law of State A? He remarked that there are similarities between these two problems, and that they may be addressed by the same principle. He stated that a Working Document would be presented on this issue.

Ms Rocks (EMTA) thanked the Permanent Bureau for allowing EMTA to participate in the meeting and expressed the desire to make official their strong support for Option A+ for the many reasons already expressed.

The Chair remarked that having heard the discussion of the morning, there appeared to be some consensus in favour of Option A+. She noted that this would change the perspective of several other issues to be addressed in the draft convention and that in addition to the temporal and change of law issues, certain other concerns would need to be reconsidered. She suggested that the Drafting Committee meet to allow the members more time to examine some of these issues and prepare for the discussions which would mainly need to focus on articles 19, 20 and 11. She asked delegations to suggest options and solutions to the Drafting Committee to be discussed that afternoon.

Mr Kanda (Japan) remarked that these issues have been around for years and that he did not wish to repeat the advantages and disadvantages of each option. He expressed that at this stage, his delegation supported Option A+ for the reasons stated in Preliminary Document No 16 and proposed that the delegations proceed with that Option. This said, he stated he would like to give two warnings in relation to Option A+: first, that by choosing Option A+, practical certainty as well as legal certainty is served but that the effects of this may not be what is expected. He remarked that banks will be happy but perhaps their customers with pre-convention account agreements will not be, so that banks will have to explain this to their customers. He mentioned the notion that many will not have intended their choice of governing law to apply to proprietary aspects and will suddenly be faced with a change in applicable law. He reiterated that there remain other important issues to be addressed including how to specify the reality test and the change of law applicable to pre and post-convention dispositions, recommending that caution should be taken in adopting Option A+.

Mr Ding (China) stated that his delegation could accept either Option A or Option A+ but that there was still concern with the combined operation of articles 4 and 11. He proposed the addition of the words "or territorial unit of a multi-unit State" to simplify article 11.

The Chair noted that the advantages of Option A+ had been underlined by many comments.

Mr Špička (Czech Republic) thanked the Chair and expressed support for the adoption of Option A+ mainly for the goal of achieving legal certainty.

Ms Negm (Egypt) added support to Option A+ for the same reason as the Czech Republic delegate.

Mr Maffei (IBA) expressed the desire to join the support of Option A+, in particular by industry participants. He explained that the IBA, as an organisation representing over seventeen thousand lawyers, recognised the need not only to maximise flexibility but also, as the First Secretary had remarked, to consider to what extent third party interests can be taken into account, as well as transitional matters.

Mr Dupont (Luxembourg) recalled the last two years of discussion, in which it had been quite easy to agree on PRIMA in principle, but that the difficulty in actually defining the place of the relevant intermediary had been realised, and even more so the place of the specific account. He noted that three options remained, all variants of the consensual approach and that the cleanest option providing the most certainty was Option A+. He pointed out, however, that this choice was not neutral and went beyond the facts of a particular situation. He acknowledged that the account cannot be located, but that in some jurisdictions, legislation in force does just this. He gave the example of Luxembourg law relating to attachment and enforcement which assumes that assets are located in Luxembourg, because they could not be attached or enforced otherwise. He stated that there would be a need to change some of these domestic laws. He recalled that two years ago, the overriding principle was that whichever path increases legal certainty would be good. He stated that the discussions have now moved away from seeking *ex ante* legal certainty to focus on flexibility. He emphasised the need to carefully strike a balance between achieving *ex ante* certainty for parties to an account agreement and predictability for third parties. He concluded that the reality test was therefore very important.

The Chair thanked the Luxembourg delegate for his remarks and asked whether there were any other interventions regarding these general issues or any suggestions for the timing issues.

Mr Hayakawa (Japan) raised the issue of the situation where the account holder pledges securities held with its

intermediary to that intermediary. He stated that this leads to the question of whether the law governing the article 2(1) issues is the law of the account agreement between the account holder and its intermediary or whether it should in fact be governed by an agreement between the intermediary and itself.

Mr Kanda (Japan) expanded on the comments made by Mr Hayakawa. He explained that his delegations opinion was expressed in Preliminary Document No 18. He sought clarification of how the present text should be read where the account holder pledges securities to its intermediary: who is the account holder and who makes the agreement? He suggested three possible answers: (1) the agreement is between the account holder and the intermediary; (2) the intermediary holds the securities in its own account, so that the intermediary is both the account holder and the relevant intermediary, (therefore conceptually agreeing with itself on the applicable law); and (3) the intermediary holds these securities with an account at an upper-tier intermediary (at the CSD level) in which case the agreement would be between the intermediary and its upper-tier intermediary because, literally speaking, the intermediary is the new account holder and its upper-tier intermediary is the relevant intermediary. He acknowledged that the issue would be clearer if one considers an outright transfer but that the question is the same for a pledge in some jurisdictions. He posed the question of who should agree – the intermediary and the account holder, or the intermediary and the intermediary in its capacity as both intermediary and account holder? He remarked that if the latter is the answer, the present text is unclear on this point and it should be addressed. He said that the Preliminary Document does not address this issue. He noted that the situation is different where the account holder transfers to its intermediary (I1) and where the account holder transfers to a different (remote) intermediary (I2). He explained that in the first situation, the rule could be either that the agreement is between the account holder and I1 or between I1 and I1. However, in the latter situation it is more difficult to adopt this rule. He expressed the need for a consistent rule to respond to both situations and that this issue should be clarified.

Mr Löber (ECB) stressed other issues which he stated were not fully addressed in the draft convention. First, he pointed out that more clarity was needed in relation to third party rights. In particular, he expressed the need for a rule providing access to information regarding the account agreement in order to ensure third party rights are not impaired. Secondly, he stated that certainty should not be challenged by a later change in applicable law and therefore a rule was needed to state whether it is the earlier or later law which is applicable. Thirdly, he recalled that although it had been stressed that the proposed Hague convention would only address conflicts rules, this would still of course directly effect other substantive laws, such as insolvency, accounting, regulatory and tax laws. He mentioned in this regard that huge adaptations would be needed with other fields. Finally, he recalled that the need for clarity and certainty had been stressed, but that also the question of integrity of systems should be considered. He stated the importance for the solution not to compromise protections against systemic risk which are already in existence, namely the Settlement Finality Directive, which should be safeguarded, and also that improvement of the conflict rule should not be at the expense of such protections.

Mr Wetzler (Argentina) stated that upon arrival at the meeting, his delegation had favoured Option B but now, like most delegates, they accepted Option A. He stated that the one aspect, however, which was problematic was sub-paragraph (d) as it was too broad, created uncertainty, and should therefore be deleted.

The Chair clarified that the Argentinean delegate suggested deletion of sub-paragraph (d) of the white list in order to render the reality test a little clearer.

Mr Burman (United States of America) stated that he looked forward to engaging with his colleagues in discussion of these issues. He remarked that these are all realistic issues, which they would need to seek to address without undermining the certainty sought by Option A+. He stressed that internal issues such as the EU Collateral Directive should not bind this international forum and pointed out that in this regard his delegation does not put forward its own internal law as a limit to how others may proceed.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) sought to make some general comments on Option A+ in the light of Spain's own background, which he remarked still seemed to create difficulties in his delegation's understanding of Option A+. He therefore asked, assuming that Option A+ means that the law applicable to proprietary aspects follows the contractual choice of law, whether the validity of the governing law clause is then determined not by the convention but by the conflict of laws rule of the forum applicable to international contracts? He concluded that if the contractual choice were not valid, *e.g.*, in some jurisdictions where the account holder is considered as a consumer, then this would lead to the fall-back. He expressed general concern for this situation and asked what the consequences would be.

The Chair thanked the Spanish delegate for raising this issue and agreed that it was necessary to decide whether the validity of the choice of law clause is subject to the *lex contractus* or to the convention.

The Chairman of the Drafting Committee remarked that this should be considered in the context of article 10, as the selection by the parties of the applicable law should be protected unless it is manifestly contrary to the public policy of the forum.

Mr Sáinz de Vicuña (ECB) remarked that the issue of publicity of the account agreement should be addressed. He noted that what results is an *erga omnes* rule affecting third parties, but the current article 4(3) only refers to express (or implied) agreements. He stressed that it should also explicitly require agreements to be public.

Mr Bernasconi (First Secretary) stated that, in his personal view, the answer to the question raised by the Spanish delegate, was to follow the route that he had suggested, *i.e.*, if the agreement as to the applicable law is not valid, then there is nothing to test under article 4 and the fall-back rule applies. Mr Bernascóni did not see how article 10 was actually relevant to this specific issue.

Mr Burman (United States of America) remarked that there seemed to be more consensus on this question below the surface than was currently apparent. He explained that the problem arose from the shorthand approach of the original text referred to in Option A+ where article 2(1) issues would be dealt with separately to specific contractual issues, but that no specific agreement as such is required. He continued that the problem was that this was not an ordinary choice of law between the account holder and its intermediary, but rather a designation of the law applicable to article 2(1) issues, separate to the contractual

Procès-verbal/Minutes No 2

choice of law. He reiterated that the text currently used a general choice of law clause to deal with both categories but gave parties the option to make a separation of the issues as well. He felt that this is what had led to the question from the Spanish delegate. He stated that if proprietary and contractual issues were kept separate, the problem would not arise.

Mr Devos (Belgium) briefly addressed the issue of third parties, namely that they cannot know whether there is an account agreement, or if they do, they will still not know either the amount credited to it, the governing law of whether the assets it contains are encumbered or not. He explained that a third party will try by expedition to attach these assets against the intermediary but without knowing if there is any practical means of going further.

Ms Hoehfeld (Germany) recommended that the Drafting Committee should consider what happens for third parties where the account holder and its intermediary change the applicable law and, in particular, that they must be protected from a misuse of this freedom. She also suggested the Drafting Committee should consider what happens for third parties to existing custody agreements where the parties were not aware that they could agree on the law applicable to proprietary interests. She indicated that the Drafting Committee should take into account that the more flexible the option, the greater the strictness required for the reality test and, in that regard, she agreed with the Argentinean delegate that sub-paragraph (d) is too broad. She felt the Drafting Committee should consider this.

Mr Kreuzer (Germany) agreed with the United States delegate that the agreement clearly has two sides: one contractual and one proprietary. He explained that first it is necessary to look at the conflict of laws rules relating to the contract, and then whether the agreement fulfils the convention. He remarked that the choice may be valid under one or both of these rules and that, very clearly, it is often the case that one contract must be looked at from different legal perspectives.

The Chair asked whether the German delegate suggested leaving the issue of the applicable law to that governing the contractual choice. She asked if this would mean that where the parties choose the law applicable to the contractual issues and either specify that the same applies to the proprietary issues, or say nothing in this regard, then would this law decide if the choice is valid for both issues, or does its still require validity under the convention? The Chair noted the other case where the parties choose different laws to govern the two issues, and remarked in this regard that if it is required that the validity is always determined under the convention, then this should be clarified.

The Chairman of the Drafting Committee stated that he thought the aim was not to subject the choice of law on proprietary issues to the validity of the contractual choice. He remarked that this should be dealt with by the convention and that this was the point he had been making in relation to article 10 which describes when the validity under the convention may be overridden by other laws.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) accepted this analysis but remarked that this is not clear from the wording of Option A+ and therefore suggested that the Drafting Committee clarify this. He reiterated that this analysis implied that the choice could be contractually invalid, yet valid in relation to proprietary aspects. He felt this merely needed clarification.

Mr Brandman (ISDA) stated that the industry strongly supported the white list as it stood at present and that it should not be changed. He remarked that it currently reflected the different activities of different types of intermediaries, such as depositories, banks and broker dealers. He stressed that any attempt to modify the list would lead to legal uncertainty and inefficiency.

Mr Kreuzer (Germany) agreed with the suggestion by the Spanish delegate that this issue should be clarified.

Mr Sussman (FMLG) remarked that the white list was inserted to fulfil the reality test and that the Commission should (1) recognise that customer accounts are not necessarily located in a single jurisdiction and (2) take into account the possibility of future developments in account maintenance. He stressed that this growth cannot be inhibited and therefore flexibility was required. He emphasised that this list had been considered in detail by numerous industry participants, including the AGC, who all agreed that trying to create a white list which inhibits change is counter productive. In that regard, he stressed that sub-paragraph (d) should not be deleted.

Mr Ding (China) remarked that the purpose of paragraph (d) was to limit the application of the fall-back rule. The more stringent the reality requirements are, the more likely it is that the fall-back rule will apply.

Mr Burman (United States of America) agreed with the Chinese delegate. He stated that sub-paragraph (d) had been included to deal with the rapid changes occurring within the practice of the industry in relation to securities in the modern computer age. He emphasised that any move away from this flexibility would leave the description contained in the white list as almost entirely pre-computer age focused. He reiterated that the localisation of an account is no longer simply constant and is moved around by various back office operations, often possibly localised in multiple locations at a time. He stated that the list is therefore not feasible without sub-paragraph (d).

Mr Spink (Canada) agreed with the United States, Chinese and ISDA delegates in relation to sub-paragraph (d) as it addresses the issue of predictability and practice did not allow its deletion. He remarked that the greatest risk is that the choice is rendered invalid. In that regard, he quoted from RBC Global Services (Canada's largest custodian) that "the bracketed phrase reflects the reality that the maintenance of accounts by custodians operating in multiple jurisdictions often involves coordinated activities that occur in several different offices of the intermediary and at the offices of agents and other service providers retained by the intermediary. The deletion of this phrase could cause an interpretation of the clause so as to require all of the intermediary's activities to occur within the State and at a single office. Any such interpretation would be inconsistent with modern custody practice." He therefore stated support for the inclusion of both sub-paragraph (d) and its bracketed language.

M. Béraud (France) précise qu'il ne veut pas ouvrir, de nouveau, la boîte de pandore. Cependant, il estime que si l'on recherche des critères objectifs, il n'est pas nécessaire de supprimer le paragraphe d), comme le souhaitent l'Argentine et l'Allemagne. M. Béraud propose de modifier le contenu de ce paragraphe en remplaçant les termes « tenue de compte » par « tenue du compte ». En outre, il remarque que les conservateurs globaux ont de toute façon des entités un peu partout, et que si l'on souhaite des critères liés au cas de l'espèce, le paragraphe doit être ainsi modifié. Dès lors, il propose de déterminer ce qu'est

« la tenue du compte-titres » à l'article 1 de la convention. Il pense qu'ainsi un compromis doit pouvoir être atteint.

Ms Rocks (EMTA) stated support for the comments by the ISDA and FMLG delegates. She indicated that there was no need to redevelop the consensus. She remarked that discussions regarding sub-paragraph (d) had focused on the need to allow for future developments but that it was also important to consider that it most easily incorporates the old traditional factors such as bricks and mortar. Sub-paragraphs (a) to (c), however, cover a more cyberspace context. She stressed that any change to the white list was strongly opposed by her delegation.

Mr Burman (United States of America) remarked that he found the suggestion of the French delegate regarding sub-paragraph (d) to change the word "a" to "the" somewhat curious and simply not feasible, as it would point back to the "look-through" approach. He reiterated that the existence of securities accounts in the computer age means that change in the location of a specific account occurs rapidly and that one cannot tell where specific securities are, especially when they are moving in and out of different locations all the time. He concluded that he was unable to support the proposal by the French delegate.

Ms Maas (EBF) remarked that in relation to the change of law issue, the interest of the secured party relying on the first law should be protected. She also recommended clarification that the word "office" refers only to offices or branches of the relevant intermediary's company, not to the offices of subsidiary or affiliated companies. She concluded that following the changes to the white list in Preliminary Document No 16, it was necessary to insert some additional wording to sub-paragraph (c) so that it would read: "is identified as maintaining securities accounts in that State by an account number, bank code, or other specific means of identification; or . . .".

Mr Markus (Switzerland) stressed that the choice should be something determinable by anyone and that this is sufficiently achieved by reference to the office. He found that the phrase in brackets "or with other persons . . ." was unclear and sought clarification of this other person. For example, he questioned whether the phrase refers to a trustee in an offshore place.

The Chair requested that the remaining delegates make only brief comments.

Mr Sussman (FMLG) stated that in relation to sub-paragraph (d), industry experts considered that the word "the" should not be added, as it is difficult to determine where the account is. He reiterated that although it is possible to determine where the office is located, it is not possible to localise a particular account.

Mr Christmann (Germany) stressed the need for a fair balance between the flexibility of the main rule and the strictness of the white test. He remarked that deleting sub-paragraph (d) would be a little drastic, but its meaning did need to be clarified. He stated that in light of the fact that the past discussions had gone to great lengths to avoid second-guessing, it was important to note that sub-paragraph (d) had always been the main source of legal uncertainty and should therefore be clarified.

Mrs Tuokila (Finland) expressed that if Option A+ were to be chosen, the reality test would be of great importance to her delegation. She stated that the test should be satisfied at the time of the agreement'. She stressed that an office should be engaged in business on a regular basis which should be added as a general requirement before the white list. An occasional place of business would not be enough; some sort of stability should be required.

Mr Afrell (Sweden) agreed with the comments by the Luxembourg, German and Finnish delegations. He stated that the first thing required was to clarify what this other activity in sub-paragraph (d) is. He stressed that the industry must be sure what kind of activity a court should accept as fulfilling the test. He remarked that the regular activity should be the activity of maintaining securities accounts.

Mr Kircher (ISDA) referred to the issue of third party interests, for example attachment. In this regard, he stated that the convention does not relate to attachments but to dispositions. It therefore does not apply to attachments. He also made the point that one needs to compare the effect of the convention with the existing situation, under which third parties already do not know what securities are in the account and which law governs them. He concluded that if it was already possible to live with this lack of information, then it was also possible to live with it under the convention.

Mr Devos (Belgium) referred to the comment by the FMLG delegate regarding the need to maintain sub-paragraph (d). He pointed out that his delegation viewed it as a fall-back resulting from the difficulty of locating an account in a situation involving computers. He remarked that the deletion of sub-paragraph (d) leads to the suggestion that sub-paragraph (b) be introduced into sub-paragraph (d). He remarked that he was unsure of the relevance of sub-paragraph (a) to sub-paragraph (c) because monitoring securities accounts is not the key to maintaining securities accounts.

The Chair suspended discussions to allow the Drafting Committee time for reflection.

The meeting was closed at 1.00 p.m.

Procès-verbal No 3

Minutes No 3

Séance du mardi 3 décembre 2002 (après-midi)

Meeting of Tuesday 3 December 2002 (afternoon)

La séance est ouverte à 16 h 15 sous la présidence de Madame Stefania Bariatti (Italie).

The Chair proposed that the work of the session be concentrated on Working Document No 6, prepared by the Drafting Committee which addresses transitional law issues.

The Chairman of the Drafting Committee pointed out that Working Document No 6 contains two revised articles: article 19 and article 20. Regarding article 19, the previous version of the text was only slightly revised to ensure that it follows the overall design and spirit of the convention. The previous draft of article 19 was aimed at designating the law as between two competing dispositions, one made before the convention came into force and one made after. However, the main provision of the convention is aimed at designating the law applicable to resolving a conflict between a right, interest or disposition and any other third party right (howsoever arising). Therefore, in line with the convention, article 19 should also deal not only with a conflict of disposition *vs* disposition, but more generally with a conflict of a pre-convention interest and a post-convention interest. He also reiterated that this draft of article 19 would in no way enlarge the scope of the convention, as it deals with a question of the law applicable to resolve priorities, and that to fall within the scope of the convention there must first be established rights created from a disposition or credit of securities to an account. Regarding article 20, he indicated that the draft presented during this meeting was not to be considered as a final version, as the Drafting Committee expected more fine-tuning to be necessary. However, the Drafting Committee was also anxious to hear preliminary discussion on the substance of the article. He then went on to explain the substance of the text of article 20. He indicated that the effect of article 20(1) was to make clear that once in force, the convention would apply to pre-convention account agreements. Article 20(2) describes the circumstances where article 20(3) would be enlivened, namely where there is a pre-convention agreement, which does not provide, either expressly or by implication for the law applicable to issues in article 2(1). If that is the case, then article 20(3) will apply to say that where an agreement can be made out, either expressed or implied, indicating where the account is to be maintained, such agreement is the relevant agreement for the purposes of article 2(1). The underlying idea is that where there is a choice of law made in pre-convention agreements, this choice should be applied to issues in article 2(1). Thus, if there is an intention to maintain an account in a particular State, but no intention evidence as to the applicable law, then the law of that State should be used for the issues in article 2(1). He further reiterated that the draft of the article is not finalised and that the drafting had been rather rapid.

The Chair proposed to examine the provisions one by one and asked for comments on article 19 as it currently stands.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) stated that the current version of the article was a marked improvement. He proposed that the Explanatory Report could clarify that the acquisition of an interest referred to in article 19 should include an interest acquired by the insolvency liquidator.

Mrs Tuokila (Finland) posed two questions. One was whether article 19 meant that each country would have to validate agreements made before the convention came into force. The second question was whether article 19 created an option for the countries to either opt in or out of this mechanism.

The Chairman of the Drafting Committee replied by indicating that the article would in no way provide for an option, as all States that ratify the convention will be bound by all articles therein, including article 19. He further pointed out that the article does not concern the validity of pre-convention contracts, but rather selection of the law, which would determine the priorities dispute between pre and post-convention interests. He noted that such approach is consistent with a classical movement, namely that the later law is to be applied to determine such issues.

Mr Kircher (ISDA) raised a question relating to the new terminology. He indicated that in some jurisdictions in the case of two subsequent assignments, the law does not recognise the validity of the second interest (*e.g.*, Germany). Is it then assumed that the second assignee does not acquire anything for the purposes of the article?

The Chairman of the Drafting Committee replied that in the majority of jurisdictions such situation gives rise to the priorities dispute, and that the classical approach where there are two assignments is to apply the law of the second assignment to determine the priorities. The second law may give priority to the second assignee, or it may say that the title of the second assignee depends on the title of the assignor. If that is the case, then the investigation of the title of the assignor will inevitably lead to the examination of the first law, that is the law governing the first assignment. He also expressed his agreement that under the German system the second assignee would in fact have no title.

Mr Bazinas (UNCITRAL) congratulated the Chair on her election and wished her every success. He then raised a clarification point based on the comments from the ISDA delegate, namely that it appears that the current convention seems to apply to an assignment of contractual rights. He further elaborated the need for clarification as the *United Nations Convention on Assignment of Receivables in International Trade* is designed to address the issue of assignment of contractual rights and that it specifically attempted to exclude the issue of assignment of receivables from financial instruments. It would thus seem reasonable that the current convention should not overlap with the *United Nations Convention on Assignment of Receivables in International Trade*. He reiterated that the point was raised only because it appeared from the comments by the IDSA delegate that the potential overlap could be significant. He also drew the attention of the delegates to the transitional issues in the two conventions and that under the *United Nations Convention on Assignment of Receivables in International Trade* the principle of non-retrospectively applied.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) stated that with respect to the point raised by the ISDA delegate, he is in agreement with the Chairman of the Drafting Committee. However, he also alluded to a potential problem: where the second law refers the parties to the first law for determination, could article 9 then be invoked to exclude this sort of renvoi? Of course not, but we should prevent this line of argumentation.

Mr Kanda (Japan) then commented that the current problems appear similar to the case of a change in the law of validity of pre-convention contracts. Where the second assignee does not obtain any interest as a result of the second assignment, should the first assignee then re-perfect his interest following the change in governing law? He further indicated, that on this point it appears appropriate to make a policy decision.

The Chairman of the Drafting Committee by way of reply to the issues raised by the Spanish delegate indicated that the examination of the first law following an enquiry under the second law is not in this case an application of the principle of *renvoi*. The reason for such a

conclusion is that if the second law looks at the quality of title given to the assignee, then it must refer to the first law to determine the quality of the title of the assignor, for the purposes of the second assignment. Thus, the analysis here does not apply the conflict of laws rules of the second law, but simply investigates the quality of title, which is the subject of the second assignment and which is determined by looking at the first assignment, which itself took place under the first law. Thus, this is not an application of *renvoi*. He further noted that issues associated with the change of law need to be examined further.

M. de Fontmichel (France) explique que la question du conflit mobile, ainsi que celle du conflit de lois dans le temps soulèvent un problème de changement de la loi applicable. Il sera donc nécessaire de déterminer le traitement réservé, par la loi nouvelle à un droit dont l'opposabilité avait été acquise en vertu de la loi ancienne. Il indique, par la suite, que les principes classiques du droit international privé conduisent à soumettre, à la loi nouvelle, le soin de régir les conséquences d'un éventuel changement de loi applicable. Toutefois, il ajoute que, à moins de modifier le droit matériel des Etats signataires de la convention, l'on ne saurait s'assurer qu'un droit valablement constitué et considéré comme opposable en vertu de la première loi le serait également en vertu de la seconde loi applicable. Il indique enfin que si les membres de la Commission devaient décider de modifier le droit matériel en vue d'assurer la protection des droits acquis, il conviendrait de le faire en considération des habitudes des praticiens.

The Chairman of the Drafting Committee reiterated that in all circumstances the second law applies to resolve the priorities, and it is only where the second law referred to the first law for an answer, *e.g.*, where the quality of the title was an issue, that the first law was looked at to the relevant extent.

The Chair asked whether there was general agreement on article 19 as it stands. She proposed that the discussion proceed to article 20, whilst noting that the changes to article 20 had to be made because of the earlier adoption of Option A+ for the purposes of article 4(1), and because such choice had a significant impact on other provisions in the convention, including article 20. She further drew the attention of the Commission to the fact that article 20 refers to an "account agreement", and that a possible definition of this term was proposed in Preliminary Document No 16, where Option A+ was explained. Thus, she pointed to the need for the two provisions to be looked at simultaneously.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) noted that his delegation saw the need for article 20 under Option A, but the same need is seen under Option A+, which had been adopted. He indicated that article 20 deals with pre-convention account agreements where, in making the choice of laws, the parties did not think about the proprietary issues. He stated that parties talked about the location of the account and assumed that this is how the proprietary aspects would be governed, and that this is how parties made their choice pre-convention. This expectancy should be protected, and this is the main purpose of article 20.

M. Germain (France) déclare qu'il aurait souhaité savoir si la seule référence au terme « rang » dans l'article 19 avait délibérément été retenue en vue d'exclure le transfert de titres du champ d'application de ce dernier. En effet, il ajoute que la détermination du rang des créanciers est une question qui, en France, ne se pose qu'en cas de concurrence entre différentes sûretés.

The Chairman of the Drafting Committee made a point that in the case of the transfer of title, the question becomes one of validity and not of priorities. The purpose of article 19 is to articulate that in a conflict of priorities between pre-convention and post-convention interests, the law of PRIMA will apply. He also reiterated that the convention would not apply to cases where neither of the competing interests are of a kind that falls within the scope of the convention.

Mr Kanda (Japan) pointed out that in some jurisdictions the notion of "priorities" is somewhat narrow. Consequently, he suggested that perhaps the definition or the interpretation of the concept should be expanded to cover all situations dealing with competing interests.

Mr Hayakawa (Japan) pointed out that there appears to be a significant relationship between Option A+ and articles 20(2) and 20(3). It comes from the fact that where the pre-convention agreement specifies the governing law as well as the location of the account, both of these could be considered as agreements for the purposes of Option A+ in article 4(1).

Mr Morton (United Kingdom) commented that where a pre-convention agreement explicitly provides for the location of an account, but also for a different governing law, then a potential result of the interpretation of such an agreement could be contrary to the prior expectations of the parties. He left open the question of whether the law applicable to issues in article 2(1) should be the governing law of the pre-convention agreement or the law of the location of the account. He then addressed the issue of the term "priority" in article 19 by noting that it may in fact be problematic in some jurisdictions. He said that in most traditions it refers to the case where there are two interests, both of which have validity and that it is to be distinguished from the case where only one of competing interests is valid. He further suggested that perhaps this issue could be referred to the Drafting Committee.

Mr Kircher (ISDA) provided an illustration of the situation where article 20(3) would be indeed very helpful. He pointed out that there are jurisdictions and circumstances, where clauses specifying the account location and the governing law are uncommon, *e.g.*, when the contract and the location of the parties are contained within one domestic jurisdiction. In this case, it appears so self-evident to the parties that the domestic law is to govern their relationship and that the account will be located in their domestic jurisdiction, that they see no need to reflect this point in the agreement. Under the previous version of article 20, as contained in Preliminary Document No 15, the relevant sub-clauses of that article were of little or no use, because the issue would not have been addressed in the agreement. Thus, if that version were to be adopted, then a whole body of agreements would need to be re-examined and redrafted, which would lead to very significant costs. Thus, it is essential to have a broad interpretation of article 20(3) (as presented in Working Document No 6), which is extremely helpful. He then turned his attention to article 19 and addressed the previous concerns raised about the term "priority" contained in it. He pointed out that earlier drafts had included also a reference to the validity of pre-convention collateral, and that it is important that they convention provides certainty on this issue.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) reiterated the need for article 20. However, he also returned to the question as to what should be done in the case where the pre-convention agreement specifies on one hand the location of the account and on the other the governing law of

Procès-verbal/Minutes No 3

the contract. In his opinion, in such a case the law of the place where the account is located should govern proprietary issues. Furthermore, he noted the importance of the discussion for future agreements, as in the future it would not be sufficient to say where the account is to be located for that law to then govern proprietary issues.

Mr Sigman (United States of America) went on to endorse the last two interventions and made a further remark to the effect that there does not seem to be a great need to revise the wording of article 20. He explained that the reason for it is that article 20(2) and article 20(3) are not alternatives, but that the purpose of article 20(2) is to indicate when article 20(3) does or does not apply. Thus, one would look at article 20(2), and if the conditions specified in that clause are satisfied, then article 20(3) is engaged. He then referred to the example of German practice, raised by the ISDA delegate. He mentioned that as ordinarily there is no provision in German practice, referred to in article 20(2)(b), therefore article 20(3) would apply. He reiterated that due to the manner in which article 20 is structured, a given situation either fits under article 20(2) or not, and subsequently article 20(3) is only engaged when the conditions in article 20(2) are satisfied.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) elaborated on the example provided by the Japanese delegate. He stated that it appears that where an agreement is entered into pre-convention, and that in it the account is located in one jurisdiction whilst a different governing law is selected, then in the opinion of his delegation, this indicates that the parties submitted to the law of the location of the account for proprietary issues. However, it appears that in the same situation post-convention, the attributed intention of the parties under Option A+ would be to split the proprietary and the location laws.

Mr Minogue (Australia) raised two points. He mentioned that the first is more an issue of drafting rather than of substance and it was simply to clarify whether the agreement in article 20(3) referred to two separate contracts or not. The second point referred to the need for clarification in the potential relationship between the application of article 19 and article 20. He explained that a problem could arise where a pre-convention agreement existed, which complied with provisions in article 20(3) such that it was taken as an agreement for the purposes of article 4(1). If with such an agreement a subsequent post-convention disposition took place, it may bring into operation article 19, which may in fact point to another law as being the law applicable to issues in article 2(1).

Ms Maas (EBF) expressed support for the position expressed by the ISDA delegate, in that article 20(3) is required where there is no agreement on the law applicable to the disposition of securities or on the place where the securities account is maintained. She noted that the United States delegation had clarified that point.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) raised a question as to whether it would be sufficient in the post-convention environment to state that the account is to be located, *e.g.*, in London for English law to govern proprietary issues.

The Chair stated that this was indeed an important question, which was not sufficiently clarified as yet.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) suggested, in view of the close relationship between the issues under discussion and article 4(3), that perhaps the discussion should be shifted to that article.

The Chair opened the discussion on article 4(3).

Mr Garcimartín Alferez (Spain) proposed that the Danish delegate might perhaps clarify the reasons why expressly locating an account in a particular jurisdiction could not be used as a way to determine the law applicable to proprietary issues.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) pointed out that the current approach seemed to take decision away from the "location" and towards determining the governing law, and thus it would seem to be consistent that less regard be paid to the selection of the location.

Mr Hayakawa (Japan) expressed support for the opinions expressed by the Spanish, Danish and United States delegates. He stated that a decision should be made whether to apply article 20(2) or 20(3) for interpretation purposes.

Mr Morton (United Kingdom) said that he shared the feeling of uneasiness with the Danish delegate as to whether a uniform application of the article can be achieved. Thus, it would seem that provided an account is located in a particular State by the agreement of the parties, it would be enough for the Spanish court to imply that proprietary aspects are to be governed by that law, but the same outcome may not follow in the United Kingdom, where the judges are more reluctant to imply a term. The issue then arises that once article 4(3) is opened, which refers to implied terms, then some guidance is required as to the principles that are to govern such implications, or rather how terms are to be implied. This issue was discussed at an earlier meeting of the Special Commission, but was now outdated, as Option A+ had now been adopted, which significantly increased the importance of implications.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) remarked that article 4(3) and article 20 are separate, and stated that article 4(3) should not be conditioned on article 20.

The Chair agreed with the Spanish Delegate that the two articles are in fact separate. However she also added that they are closely related. She then continued that article 20 is designed to address specific points and questioned the Commission as to whether article 20, as it stands in Working Document No 6, satisfies the aims set for that article.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark), by way of reply to the comments from the United States delegation, noted that there was a potential problem of the irrelevance of article 20(3) because where there is a governing law clause in the agreement, under Option A+ it would provide an answer by itself.

Mr Sigman (United States of America) said that under the convention a choice of law clause could be read in two different ways. He added that in the United States of America, for example, such a clause would probably be considered as an agreement on the law applicable to the matters covered by the scope of article 2(1), whereas in most civil law countries, as before the convention, the law applicable to such matters could not be chosen by the parties and the agreement would have to be considered as not having intended to govern the proprietary aspects. In these situations, a specific rule, such as that in article 20(3), would seem appropriate to give a definitive answer.

Mr Dupont (Luxembourg) expressed a view that to refer to the Spanish example, where the parties provided that the account is to be located in a particular State, then the law of that State would govern proprietary issues in

relation to *past* agreement under article 20(3). However, such reference by the parties to the location of the account in the future no longer makes sense, because under the convention the applicable law is determined, and there is no longer any attempt to "locate". Thus, there is some uncertainty as it only applies to pre-convention agreements, and consequently some clarification of the wording would seem appropriate.

The Chair expressed her agreement with the substance of the intervention. However, she mentioned that implication of a choice of laws to govern proprietary issues which was not up to the parties to select was a challenging task and if the parties did not make the choice explicit, then the courts could use the circumstances of the agreement to make the necessary implications.

Ms Weinberg de Roca (Argentina) commented that there did not seem to be a reference to "implied" in Option A as contained in Preliminary Document No 15, but now that Option A+ was chosen, it seemed that the word "implied" has been imported into the convention.

Mr Sigman (United States of America) replied to the previous intervention that as the word "implied" was and is contained in article 4(3), the word "implied" has therefore been part of the convention and would have applied regardless of whether Option A, B or A+ was selected.

The Chair noted that Option A+ was selected for the purposes of article 4(1) and that there was still discussion to come on article 4(2) and 4(3).

Ms Weinberg de Roca (Argentina) questioned the importance of the word "implied" in the general scheme of the convention, as she was of the opinion that the technique of implication is simply adopted by the courts to examine the agreement and that it could be seen as a mistake to put such term in the body of the convention itself.

Mr Wetzler (Argentina) feared that if article 19 led to a retrospective validation of agreements concluded before the entry into force of the convention, it would be unconstitutional in Argentina and most probably in many other civil law countries.

The Chair declared that article 19 only deals with priority aspects regarding competing interests and does not apply to the question of the validity of the acquisition of an interest before the entry into force of the convention, as clarified by the Chairman of the Drafting Committee previously. She further added that the issue of constitutional validity is indeed of great importance, but that article 19 does not apply to this problem.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) noted that article 20 is indeed important, because in the case where a pre-convention contract exists and the parties chose the governing law to be the law of the United States of America, but chose for the account to be located in Copenhagen, then in his opinion in this case the parties have elected to have the proprietary aspects to be governed by Danish law, and it would seem that the United States delegate was expressing a view to the contrary.

The Chair stated that the interpretation of the account agreement would depend on the court addressed. She further noted that there was a desire for the same answer to be obtained regardless of the forum.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) noted that the content of article 20(3) depends on the content of article 4(3) and thus suggested that the Commission address article 4(3) first.

Mr Rogers (United States of America) argued that the situation described by the Danish delegate is unlikely to arise, because if parties select United States law to govern their relationship, whilst placing the account in Denmark, they would be aware of the consequences of such an election under United States law and would therefore be unlikely to have contrary intentions to the United States court's interpretation of their agreement. He further added that currently a greater amount of certainty can be achieved by the parties, who draft their agreements based on article 4(1). However, if parties are content to achieve the same result, albeit with less certainty, through the application of article 4(3), then they are entitled to do that as well.

The Chair commented that at the moment it would appear that certainty is only obtained when the party goes to a particular court. However, the desired outcome is for certainty to be achieved regardless of the court selected by the parties.

Mr Morton (United Kingdom) declared that he considered a transitional rule necessary to give effect to location of an account agreement concluded before the entry into force of the convention. He added that if an English court had to interpret an agreement in which the parties failed to clearly designate, explicitly or implicitly, the choice of laws regarding proprietary issues, a significant amount of uncertainty would arise. He further added that there is a high likelihood that the location of the account clause would not be sufficient to be considered as an agreement for the purposes of article 4(1) Option A+.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) expressed some discomfort with the position expressed by the United States delegate. He noted that whilst Option A+ works well when the two aspects are tied together, it involves much more uncertainty when the two aspects (*i.e.*, the location of the account and the governing law) are separated.

Mr Ding (China) expressed agreement with the Spanish delegate in that, depending on the interpretation of article 4(3), article 20 may in some circumstances not be required.

Mr Dupont (Luxembourg) expressed general agreement with the Chinese delegate. He further drew attention to the fact that considerable amount of caution should be exercised in drafting, as it appeared on the current draft that the words used in the past cannot be used to the same effect in the future. He put forward an opinion that the same words used prior to the convention as well as after the convention should carry the same interpretation regarding the interpretation of party intentions. He noted that, as it stands now, article 20(3) allows for implications to be drawn from the agreement and the circumstances, which applies to pre-convention agreements, but that article 4(3), which applies to post-convention agreements, is more narrow.

The Chairman of the Drafting Committee declared it would be impossible to assume before entry into force of the convention that the parties could have chosen a law to govern proprietary aspects of an account agreement because such a choice was at that time impossible. Therefore, it appears that to attempt to extract an intention to select the law to govern proprietary issues in the pre-convention agreements would be akin to forcing an artificial intention onto the parties. He added that what was needed in reality was a rule that describes the effect of the agreement

Procès-verbal/Minutes No 3

under which the account is located in a particular jurisdiction, without the need to resort to artificial intentions.

Ms Rocks (EMTA) noted that it would be a potentially dangerous development if the choice of law governing contractual aspects of the account agreement was given a broader effect. She also noted that such interpretation appears inconsistent with the general move away from finding the location of the account and towards finding the appropriate law.

Mr Sigman (United States of America) expressed the view that it did not appear obvious why the same words used under different regimes have to produce the same result. In the pre-convention environment, reasonable assumptions were required to be made in order to ascertain the intentions. However, after the law is changed, such broad interpretations are no longer required. Under the new regime, perfect certainty can be achieved if the parties adopt the new language. He further questioned the concept that the old language should find validation under the new approach to the issue. He then expressed agreement with the Luxembourg delegate that article 20(3) is broader than article 4(3). However he stated that such a situation is legitimate as article 20(3) applies to the old language in the old world, whereas article 4(3) applies to the new language in a new world, and therefore the same broad approach is no longer required. He further mentioned that an earlier drafting change away from the requirement of express agreement only was not suggested by the United States delegate, but was indeed a compromise position reached, providing for a greater flexibility by the courts at the cost of less certainty. He then stressed the point that the reality of the situation is that the choice of the forum does in fact make a difference as to the outcome. However he also said that in this situation the difference is produced not as a result of the choice of forum itself, but rather as a result of inadequate drafting of the agreement by the parties. He reiterated that parties could adequately achieve perfect certainty regardless of the forum if they adopt express words to that effect.

Mr Baumgartner (Switzerland) expressed a feeling of uneasiness about article 20(3). He explained that in Switzerland there is often no clause on the applicable law because of the common assumption that Swiss law will apply. Thus, there is a potential problem where the implication is based on the location of the account.

Mr Morton (United Kingdom) suggested that the Drafting Committee could try to summarise the issues raised during the discussion. He indicated that it appears that three points had to be dealt with. Firstly, there was a question as to whether there is a need for the interpretation rule for account agreements concluded after the entry into force of the convention, or whether that is adequately dealt with in article 4(3). Secondly, there appeared to be a reasonable amount of support for a transitional rule to prevent the pre-convention choice of law clauses from having an unexpected result for the parties. Thirdly, the wording used in article 20(3) as in Working Document No 6 was directed to the pre-convention agreements with no governing law clause. The issue of pre-convention agreements with such a clause should be addressed.

The Chair asked the Commission if these issues could be referred to the Drafting Committee.

Mr Kanda (Japan) declared that the Drafting Committee would have a very difficult task because there did not appear to be general agreement on the substance of article 20. He then invited delegates to continue to pursue the discussion, whilst at the same time noting that the meeting of the Drafting Committee would nevertheless certainly be helpful.

The Chair asked the members of the Commission if the Drafting Committee should be allowed to consider article 4(3) in their discussion as well.

The Chairman of the Drafting Committee agreed with the Japanese delegate and stated that it would be helpful indeed for the Drafting Committee to meet. He added that it could be useful if the Drafting Committee were allowed to consider article 4(3) as well as article 20 as they are closely related.

The Chair expressed the general consensus of the Commission that the required permission is granted.

The meeting was closed at 6.00 p.m.

Procès-verbal No 4

Minutes No 4

Séance du mercredi 4 décembre 2002 (matin)

Meeting of Wednesday 4 December 2002 (morning)

La séance est ouverte à 10 h 00 sous la présidence de Madame Stefania Bariatti (Italie).

Article 4(1) (Option A+)

The Chair stated that the Drafting Committee had submitted two documents on the change of law and on article 19. These had been scheduled for discussion the day before and that morning. She nevertheless suggested postponing the discussion on the change of law and proposed to first study Option A+ again in order to clarify some issues on the application of Option A+. She added that the delegates should take a close look at the white list (in the second part of article 4(1)). This list was supposed to be an explanation of the reality test, which went together with the determining of the applicable law in the first part of article 4. She added that some delegates in favour of Option A+ expressed the wish that Option A+ be accompanied by a reality test and by a protection for third parties (in the case of a change of the law or any other event that could occur following the choice of law). She suggested starting the discussion about the white list so that the picture could be as complete as possible on Option A+. This discussion could therefore help the Drafting Committee with regard to the delegates' opinions on the possible content of the white list and the reality test. She

insisted that the delegates should keep in mind that this discussion was important, as it was the first time that the content of the list was being discussed in a session of the Commission. She reminded that the discussion on article 4 *bis* had been put at the end of the negotiations of the Special Commission in January 2002 and had been presented in Preliminary Document No 8 without a heading and then in Preliminary Document No 10 with a heading. This article purposed to locate an account and would now need a closer look. She added that sub-paragraph (f) of this article had been deleted in the Preliminary Document No 10 version. She recalled that the Frankfurt meeting in 2002 had asked a sub-working group to establish a whole list. Many delegations then sent a list (*cf.* Working Document No 10 and Preliminary Document No 12, No 13 and No 16). She insisted that it was now the time to express direct views about article 4 *bis*. It would be necessary to establish a clear idea about the content of a white list and to check if it were appropriate and would fit in with Option A+. She added that it might be difficult to separate the discussion on the white list from the one on the black list.

Mr Bernasconi (First Secretary) explained the position of the Permanent Bureau in relation to the white list following their suggestion of Option A+. He insisted that the white list and Option A+ were a package deal and should be considered as a whole. He added that the basic objective underlying Option A+ was to avoid a direct reference to the place the relevant account was being held. Yet the Permanent Bureau never considered deleting the white list. He explained that in Preliminary Document No 16, the Permanent Bureau had taken over the elements in Preliminary Document No 15 with slight drafting changes, *i.e.*, the term "office" was in the *chapeau* and not in the text. Nevertheless, sub-paragraph (d) was maintained. Yet, from a reasoning point of view if Option A+ were selected at the beginning, this approach would not be coherent with sub-paragraph (d), because it would introduce Option B through the back door, as a reference to the account. For example, if an intermediary (Euroclear) were to decide to outsource all its business of maintaining accounts to a country where Euroclear had no office, the white list without sub-paragraph (d) would not enable this. The simple reference to "monitoring" would not ensure sufficient predictability and certainty. For these reasons, the Permanent Bureau kept the white list in Preliminary Document No 15. He added that even if the white list had been left as it was, this would not exclude a new examination of the black list. He concluded by asking how the delegates could achieve a balanced consensus for article 4.

The Chair asked the delegates for comments or cases relating to these points.

Mr Kircher (ISDA) stated that in his opinion the common denominator of Option A+ and the white list was the difficulty of locating the account. He recalled that in January 2002 most experts were optimistic about defining criteria as to where the account was maintained. Yet he insisted that it was not possible to develop a conclusive list: the experts from industry agreed that sub-paragraphs (a), (b) and (c) were not enough, and that sub-paragraph (d) was necessary. The experts tried to find a solution for where the account was located. As this turned out to be impossible, Option B was found not to be practical. For the same reason, sub-paragraph (d) should not be deleted from the white list. He agreed with the Chinese delegate that if the white list were suppressed, it would lead to the backup rule.

Mr Sussman (FMLG) agreed with the expert from ISDA. He said that a lot of time had been spent trying to identify the location of an account in January, March and April, and thus a list of criteria and factors had been found to locate the account. Yet, in his view, the account looked like a jigsaw puzzle composed of a number of elements. For these reasons he pleaded for flexibility in the criteria. In March and April, members of the Association of Global Custodians (Morgan Chase Bank, Deutsche Bank, Bank of New York) had found it very difficult to bring up criteria. For example, the terms "administering corporate action" were not clear, because depending on the country concerned, corporate actions could be located in different places. This criterion would thus be insecure and problematic. He insisted that the more was put into a list, the more uncertain this became. He added that sub-paragraph (d) was intended to give flexibility and certainty in identifying the activity constituting a custodian account. He considered that the only place one could be sure about was the location of the intermediary. The intermediary knew where the account was located and could give this information to an account holder or to a secured party. For these reasons sub-paragraph (d) was very important. He thought sub-paragraphs (a) to (c) were very constraining and might lead directly to the fall-back rule which was not the result aimed at by the convention. He concluded that this convention should permit growth and development changes, and not inhibit that kind of activity. He therefore insisted that sub-paragraph (d) should be maintained in this white list.

The Chair called for examples on cases on this motion and especially on the terms "together with other persons acting for the relevant intermediary".

Mr Spink (Canada) explained that the Canadian delegation had spent time studying the future of the Canadian securities' industry and had come to the conclusion that for cost reasons the intermediary would often contract back office activity out to third parties, sometimes companies acting through the Internet. In the future, as settlement cycles shorten and become more expensive, the need to contract back office functions out would grow, especially for small intermediaries.

Mr Wiener (United States of America) added that the key to the problem was scale economies. In this case it was important not to slide back into Option B, which would cost too much. He explained that a depositary in the United States (DTC) had negotiated an agreement allowing Euroclear (Belgium) and Clearstream (Luxembourg) to outsource their EPIM service to DTC. If sub-paragraph (d) did not exist, their local laws would not apply, because New York law would be the law of the State to which the relevant activities had been outsourced. Such a situation would not conform to the wishes of Euroclear or Clearstream. He then focused on the language in brackets, explaining that this was a shift from the past to the future. Sub-paragraph (d) would be very useful, for example, for CSD's in South America, some of who were considering outsourcing their activities to others. He also stressed the importance of sub-paragraph (d) in European cross-border intermediary mergers, because if sub-paragraph (d) were deleted, the participants in a merger could not craft their future contractual relationship in the way they considered best. He concluded that the role of the delegates was to allow members of the financial industry to exercise their best business judgments as to how to conduct their business, rather than to needlessly restrict their options.

Mr Wetzler (Argentina) submitted a question to Mr Wiener (United States of America). He explained that two years ago, Rothschild had outsourced their back office functions to Boston. He asked whether in this case Massachusetts'

Procès-verbal/Minutes No 4

law should apply or if one would apply the contractual law, *i.e.*, English law.

Mr Wiener (United States of America) stressed that the delegates were looking for the law used for the purpose of this convention.

Mr Wetzler (Argentina) explained that the main intermediary was Rothschild and that it had outsourced to Boston.

The Chair asked whether the Argentinean delegate was referring to Rothschild London, Rothschild France or Rothschild New York.

Mr Wetzler (Argentina) replied that the Central Bank of Argentina had contracted with Rothschild in London under English Law. A few years later Rothschild decided to outsource activities to Boston and asked for the Argentinean Central Bank's permission. He explained that before the outsourcing, the law of England and Wales applied. He asked whether this outsourcing would lead to the application of Massachusetts' law.

Mr Wiener (United States of America) replied that the question was not whether Massachusetts' law would apply but rather whether English law would apply even if Rothschild did not perform any of the activities listed in sub-paragraphs (a) to (c) in England. He said that it would not be English law if there were no sub-paragraph (d).

Mr Sussman (FMLG) added that if the relevant intermediary did not perform any of the services listed in the white list, one would apply the fall-back rule in article 5. If sub-paragraph (d) did not exist, one would always apply the fall-back rule. He gave the example of an office in Japan and an account agreement governed by Japanese law meeting the clients' expectations. In this case, from the client's standpoint, the account would be in Japan. If later this account were pledged to a bank, it would be on the assumption that the account was in Japan. Yet the white list said nothing about the place of administration of an account, which is what most people would think about. For this reason, the convention would not be workable without sub-paragraph (d).

The Chair stated that this information was very precious for the understanding of article 4. She expressed her feeling that the delegates should think more about Option A+ and consider the location of the account separate from the rest. She voiced her understanding of the Japanese example and the choice of Japanese law for proprietary aspects, yet before courts remained the risk that because of administration in New York, the judge would apply the fall-back rule. She agreed with this analysis of the fall-back rule. She concluded that Option A+ on the choice of law made things look somewhat different.

Ms Rocks (EMTA) made the point that the outsourcing question was important to understand in business reality but it should not cause the migration of the intermediary's jurisdiction. Yet the outsourcing might lead to the fall-back rule when the intermediary had an office. What was important was the regular activity in account holding and a real office that dealt with people. If the intermediary only relied on outsourcing for technical reasons (computers) it would not be relevant.

Mr Potok (Legal Expert to the Permanent Bureau) stated that clarification had been given in the examples. If at the time of the account agreement everything was located in the United Kingdom, the fact that back offices were transferred to the United States at a later stage was of no importance. On the other hand, if at the time of the transaction the back office were in the United States, it would still be possible to choose English law.

Mr Markus (Switzerland) expressed his gratefulness for the practical examples that showed very clearly the need for sub-paragraph (d) in the convention. He explained that sub-paragraph (d) would be the main case met with in practise because it concerned an office, which was recognisable for third parties. Sub-paragraph (d) related to an office that was recognisable, that made the contracting and perhaps the promoting in Internet. Mere back office activity should not count. He said that even if the part in brackets seemed a little puzzling, it was understandable. Nevertheless he wondered if the part in brackets that reads "or with other persons, ... another State" was necessary. Instead, a wording of the part of sub-paragraph (d) not in brackets that would clarify what was meant would be helpful. He added that he considered that the situation mentioned by the Canadian delegate to be covered by the text not in brackets.

Mr Bazinas (UNCITRAL) feared that if sub-paragraph (d) were deleted, the list in sub-paragraphs (a) to (c) would amount to Option B. He added that if the activities in sub-paragraphs (a) to (c) were outsourced (and thus were not activities under article 4(1) but under article 4(2)) it would be a fall-back position. He asked whether sub-paragraph (d) covered two types of activities: an activity of maintaining accounts and an activity of outsourcing (sub-paragraphs (a) to (c)). In that case, one could make sure that the second sentence in sub-paragraph (d) referred to sub-paragraphs (a) to (c). He concluded that for reasons of structure the whole white list was hard to understand.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) thanked for the clarification. He asked what would happen if the parties chose the law where the intermediary has no office. He asked whether the fall-back rule would then apply. He wondered what would happen if the place of incorporation changed, should one refer to the law of incorporation at the time of the agreement.

M. de Fontmichel (France) s'associe à ce qui vient d'être dit par les délégués de la Suisse et de l'Espagne. Il relève que les exemples pratiques qui ont été donnés aident à cerner la raison d'être du sous-paragraphe (d) qui peut paraître quelque peu métaphysique. Il serait dès lors souhaitable que ces exemples figurent dans le Rapport explicatif pour que la portée de cette disposition soit bien claire. Partageant l'opinion du délégué suisse au sujet de la rédaction du texte de cette disposition, il affirme que les termes « autres personnes » ne sont peut être pas assez clairs dans le cadre d'un texte juridique. Il faudrait veiller à préciser au moins que cette « autre personne » a un lien contractuel avec l'intermédiaire pertinent. En outre, il rappelle que le critère de rattachement au lieu de l'incorporation retenu à titre subsidiaire n'est pas le seul critère qui peut intervenir : la loi de l'organisation (qui correspond au critère du siège en France) pourrait aussi entrer en ligne de compte dans ce cadre et il serait souhaitable de le préciser.

Mr Brandman (ISDA) explained that the intermediary industry was under great pressure to respond to the dynamic nature of financial product development. The financial products industry develops products and structures which permit investors, traders, customers and other industry participants to manage portfolio, credit and other risks and which permit diversification including geographical diversification. For these reasons there was a significant need to provide intermediaries with flexibility, both today

and in the future. It was thus important to have sub-paragraph (d).

Mr Minogue (Australia) found the example proposed by the Argentinean delegate very helpful. He considered that the white list should keep sub-paragraph (d). He reminded that the convention was not to give substantive answers but to help the parties ask the right questions and to lead to legal certainty. He supported Option A+ and the retention of sub-paragraph (d) including the words in brackets. He added that the Explanatory Report could repeat some of the examples given.

Mr Langlet (EBF) reminded the delegates of the purpose of the convention, *i.e.*, looking for the law governing the account and permitting the collateral to be efficient, the aim being to deprive the account holder of its right to transfer the securities. This aim leads us to look for the law which permits to achieve this goal. He said that if sub-paragraph (d) permitted such a goal, one should maintain sub-paragraph (d).

Ms Hoehfeld (Germany) asked the Chair what the terms "business" or "activities of maintaining an account" meant.

Mr Wetzler (Argentina) addressed the Spanish delegate about the place of incorporation. It would not be necessary to look for the place of incorporation when choosing an intermediary or main custodian. For example, the Deutsche Bank of New York was incorporated in Germany. He was very much opposed to the place of incorporation because it could indicate a place to which the parties would not want to go.

Mr Morton (United Kingdom) explained that like the French delegate he would find it helpful to clarify the brackets in (d) and refer to contractual outsourcing and subcontracting arrangements. For this purpose some examples could be given in the Explanatory Report. He also considered in response to Spain, that the fact that the jurisdiction specified by the parties happened to be the jurisdiction of incorporation should not affect the application of the white list or the reality test.

Mr Markus (Switzerland) referred to the question asked by the German delegation as to what activity the delegates wanted to focus on under sub-paragraph (d). He thought it should be activities such as contractual activities, promotional activities in the fore field of contracting, administration, directing of the office itself. He figured it would not be necessary to circumscribe the activities in the text but to mention in the Explanatory Report the activities that count or not, and those that could be outsourced.

Mr Guynn (IBA) added that following the examples given in the debate, sub-paragraph (d) seemed to be more important than it appeared. It would therefore be necessary to give sub-paragraph (d) a liberal and board interpretation. The examples reflected common practice around the world. For instance, many United States banks had foreign branches. He said it was nevertheless common practice not to book securities transactions in the foreign branch but to set up an office offshore of this branch for booking purposes. Option A+ might not allow the parties to choose the law of the branch office to govern the securities transaction. Sub-paragraph (d), however, would meet with the general expectation.

Ms Rocks (EMTA) thought that the reference to dealing with accounts, customers and decision-making was encompassed by sub-paragraph (d). On the other hand the use of the words "maintaining the securities account" would be too restrictive, because the activity was not in maintaining the account but in engaging in regular activity of administering an account.

M. Germain (France) rappelle l'évolution de la rédaction de la liste blanche qui conduit à admettre aujourd'hui que les sous-paragraphes (a) ou (b) puissent être des lieux possibles d'externalisation (*outsourcing*). L'externalisation pouvant ainsi se trouver presque partout, il faut veiller à donner davantage de qualification juridique à ce qu'est l'établissement, afin de clarifier cette notion.

Mr Struycken (Netherlands) admitted he was puzzled. He did not know how to explain what the reality of the reality test was. He compared the situation to the Rome Convention, which allows the parties to choose the applicable law without restriction. Court cases on the Rome Convention showed no case where the parties made an absurd choice. He asked what the danger would be here if one considered that people are clever enough to make a sensible choice. He expressed his confidence in the "self-cleaning capacity" of business. A bank would not seriously risk its reputation. By maintaining the white list, there would be no serious obstacle to this choice.

M. Deguée (Belgique) partage ce qui vient d'être exprimé par le délégué des Pays-Bas.

Mr Pöch (Austria) shared the view of the Dutch delegate but also expressed his understanding that some jurisdictions needed examples to make the system operative. He suggested drafting a general clause completed by examples. This clause would be presented as soon as possible as a Working Document. He intended to draft a catchall clause with a factual connection to the relevant intermediary.

Mr Wiener (United States of America) said that if there were consensus, the United States delegation would be happy to support the views of the Dutch and Belgian delegates. On the other hand if there were no consensus, he would like to bring forth three points. First, like the French and British delegates, he thought it might be helpful to insert examples into the Explanatory Report. Second, he thought that inclusion of the text in brackets was critical to cover certain circumstances. Third, he did not like the idea about making changes in the text itself. He added that the brackets in sub-paragraph (d) meant that outsourcing by the intermediary should not interfere with the capacity of applying the intermediary's law. He suggested inserting the terms that appeared in brackets at an earlier stage in the text so as to apply to all activities, because outsourcing should apply also to sub-paragraph (a) and (b). He feared that a judge could otherwise have a restrictive view of the outsourcing relief supplied by sub-paragraph (d), and apply it to outsourcing only in this case.

Mr Kircher (ISDA) added that, to his knowledge, no law specified the details of carrying on a securities business. In the convention it appeared that the choice of jurisdiction should not be left to the absolute discretion of the parties. Yet nobody had managed to give a detailed description of the criteria necessary to define the carrying out of a securities business. He said the delegates had come up with a long list which then had to be boiled down to sub-paragraph (d) as an operating clause. On the other hand some delegations would need examples, which then figure in sub-paragraphs (a) to (c). It now turns out that sub-paragraphs (a) to (c) could backfire and give the impression that sub-paragraph (d) was not needed. In fact, the situation was the other way around, sub-paragraph (d) must stay, and sub-paragraphs (a) to (c) could be deleted.

Procès-verbal/Minutes No 4

Mr Ding (China) supported the Dutch view. He insisted on the need to be flexible because otherwise one would lead up to the fall-back rule.

Mr Löber (ECB) remarked that nobody was intending to limit outsourcing by the way of the convention because those limits already came from regulatory requirements on a national level. He considered that it should not be a matter of the white list in the convention. He added that sub-paragraph (d) represented the most relevant case in practice, as most cases would be covered by sub-paragraph (d). He reminded that there was a general need to limit choices in a compromise and to have certainty as to what sub-paragraph (d) actually meant. It was therefore necessary to have a minimum of explanation what these terms meant, otherwise there would be a risk that the judge would make up his own definition.

M. de Fontmichel (France) estime que dans la mesure où PRIMA vise à assurer avant tout la certitude et la prévisibilité, il se peut effectivement que ces deux exigences soient mieux assurées par la proposition faite par la Belgique, reprise par l'Autriche et argumentée par les Pays-Bas. S'agissant de la sous-traitance (ou externalisation, *outsourcing*), il estime que si on limite la référence au sous-paragraphe (d), on pourrait interpréter le texte comme empêchant de considérer les activités des sous-paragraphes (a) et (b) comme des activités de sous-traitance. Il serait dès lors utile de réfléchir à une définition de l'établissement, afin de clarifier la portée du sous-paragraphe (d).

Mr Christmann (Germany) thanked for a very fruitful discussion. He reminded that the proposal had been made to explain the terms "otherwise engaged" in the Explanatory Report. He added that it might be interesting to include something non-exhaustive in the white list. He said that it were not necessary to delete the white list altogether. He remarked that the whole white list had been included because the convention was not dealing with purely contractual aspects but also with proprietary effects to third parties. One could delete the list or even delete the reference to the office or even declare that for all securities the law of France is applicable. All these cases would give *ex-ante* certainty. However, the delegates were looking for flexibility for the parties and their choice should make sense: the office chosen should have some activity in securities accounts. If the delegates were to delete it, they would unbalance the compromise it has taken so long to obtain.

Mr Morton (United Kingdom) agreed with the German delegate. Using the parties' choice was a radical step and the reality test served an important function. He said that one should not reopen the question as to whether it should be there.

Mr Brandman (ISDA) reminded the delegates that the hope for this convention was to establish greater legal certainty. The sub-paragraph (d) test would be critical for a financial institution's need for legal certainty.

The Chair asked the Dutch delegate if he agreed to delete the white list on the table. She called for reactions from the assistance.

Mr Struyken (Netherlands) answered that he needed to make some consultations and would prepare a Working Document for the afternoon meeting.

The Chair asked if the delegates would be happy to delete the white list.

Mr Struycken (Netherlands) said he understood the concern of some delegates to minimise the risk of abuse. Yet as an outsider he felt it would be difficult to explain a reality test that could be easily circumvented. Such a test would then only be for the amusement of students and professors. On the other hand, the experience made on the freedom of choice has proven good in the field of contract. He asked why should one fear abuse in this field. Like the German delegate, he understood that here it were a property matter. Yet a great step had been made in abandoning the *lex sitae* rule because there was no *situs* in this field. He felt that perhaps it would be possible to go further and admit that no real test was possible and that no abuse would appear in this field.

Mr Spink (Canada) agreed with the Dutch delegate, yet preferred to consider his suggestion as a reflection on the approach the delegates should take in relation to the white list. There was a need for compromise between the German and the United Kingdom position and a necessary consensus on a flexible approach towards the elements of the white list. Answering the expert from EMTA, he said that there was no need for a reference to account holding activity. He concluded that it was necessary to have a white list that met the needs of all the delegates, even if he would support deletion.

The Chairman of the Drafting Committee said he understood the Dutch delegate's call for simplicity, but reminded that a lot of energy had been put into this list. It would therefore not be fruitful to delete it. As a fellow academic, he agreed that it could at least serve the purpose of setting examination papers.

Ms Weinberg de Roca (Argentina) said that if the Dutch delegate would have problems explaining the white list in the Netherlands then there was a serious problem that should be solved by the Drafting Committee.

Mr Filippini (European Community-Commission) said that the European Commission was in favour of a reality test.

Mr Potok (Legal Expert to the Permanent Bureau) thanked the delegates for giving examples to explain the meaning and the content of sub-paragraph (d). He added that the industry had been very helpful.

The Chair suggested taking time for new proposals and discussions over these questions during lunch.

The meeting was closed at 12.15 a.m.

Procès-verbal No 5

Minutes No 5

Séance du mercredi 4 décembre 2002 (après-midi)

Meeting of Wednesday 4 December 2002 (afternoon)

La séance est ouverte à 14 h 30 sous la présidence de Madame Stefania Bariatti (Italie).

The Chair resumed the discussion on the white list.

Mr Filippini (European Community-Commission) thanked the Chair and stated that the European Commission had actually had a very constructive discussion with its Member States to clarify certain points and had returned to the meeting with the following positions. First, regarding the structure of the white list itself, he explained that their collective understanding was that it would definitely prove useful to move the bracketed language in sub-paragraph (d) to the beginning of the paragraph in order to embrace all the items contained in the list, despite the fact that it would be much less relevant for sub-paragraph (c). Secondly, he suggested that sub-paragraphs (a) and (b) be grouped together at the beginning. Thirdly, the second line of the bracketed language "[. . . or with other persons acting for the relevant intermediary . . .]" needed to be further refined, with the words "acting for" being substituted with the words "acting on behalf of the relevant intermediary". Fourthly, he suggested clarifying the definition of "office" by adding to the article 1 definitions the following wording: 'office' means a place of regular operation of the intermediary excluding any representative office of the intermediary and any person other than the intermediary. He noted that this clarification of the word "office" would leave the outstanding point of what is meant by "otherwise engaged" and asked, in particular, that the experts from the industry provide some information to shed light on what this entails, mentioning that this could be included in the Explanatory Report. He also made the point that following the inclusion of this proposed rearrangement of the white list and defining of the word "office", the black list could remain as it is in substance, but may require small drafting changes to fit this rearrangement.

The Chair asked the European Commission delegate to repeat the proposed definition of "office".

Mr Filippini (European Community-Commission) repeated the above definition and stated that it contains one positive qualification and two negative elements.

The Chair asked the Commission for any formal reactions to this common position.

Mr Guynn (IBA) requested clarification of the proposed definition of "office". He remarked that it seemed to be requiring that the office must be regulated but that it excludes representative offices. He asked whether the representative office is already excluded because it is not deemed regular, or whether these are two separate requirements, *i.e.*, that it must be regular and not a representative office.

The Chair asked the European Commission delegate to explain the definition proposed.

Mr Filippini (European Community-Commission) stated that the definition might seem somewhat circular, *i.e.*, that it is "regular" for the purposes of the convention. It is aimed at further qualifying the "office" which is characterised by sub-paragraphs (a) to (d) without further blocking the very short and clear black list.

Mr Minogue (Australia) noted a concern in relation to substituting the word "for" with "on behalf of". He explained that in Australia, and possibly other jurisdictions, this wording would be interpreted to imply an agency relationship. He stated that he took no position on whether this should be the case or not, rather he simply put this forward for the Drafting Committee to consider. He asked whether the proposed definition of "office" in fact undermines the words contained in brackets in sub-paragraph (d).

Mr Filippini (European Community-Commission) answered that it was certainly not the intention that the definition of "office" should undermine the bracketed language in sub-paragraph (d). He explained that the definition was intended to take into account all of the enlightened views which had been expressed during the morning regarding outsourcing. He continued that it seemed more useful to move the bracketed language to the beginning of the paragraph, the rationale being that provided "office" is defined, there is no need to engage in lengthy discussions as to what is meant by the bracketed language. It is intended to simplify the matter without taking away from the flexibility provided in the bracketed language.

Mr Brandman (ISDA) stressed that from the point of view of a lender, it would be impractical to undertake diligence on this issue and sought more information as to how this diligence could be effected in an effort to provide legal certainty.

The Chair asked the European Community-Commission delegate to clarify exactly what this definition is supposed to cover.

Mr Filippini (European Community-Commission) explained that the idea was to ensure that the office is a non-temporary establishment. However, the use of the term "establishment" may create legal problems and needed to be avoided. Also, he pointed out that the place concerned should be a place where the intermediary engages in regular activity.

The Chair asked the European Community-Commission delegate for clarification of what is a "representative office".

Mr Filippini (European Community-Commission) clarified that it is a place where there is no such economic activity as embraced in the white list, which he admitted is relying on a somewhat circular definition. He stated that examples might be drawn from, *e.g.*, banking laws, but did not wish to pre-empt the work of the Drafting Committee. He stated that he would like to give the floor to the Danish delegate because that delegation had contributed to the elaboration of the definition.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) referred the floor to the United States delegate and said that he would speak afterwards.

Procès-verbal/Minutes No 5

Mr Wiener (United States of America) stated that he was very pleased with the direction of discussions taking place, which are in keeping with the ongoing co-operative and collaborative effort. He gave full support for the submission of the European Commission and suggested that it should be addressed by the Drafting Committee.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) stated that in his mind the definition was very simple and that it is clear that representative offices should not be included in the white list. He explained that the idea behind the definition was to clarify which things are not offices and that there is no harm in stating that a representative office is not an office for the purposes of the convention.

Ms Rocks (EMTA) remarked that she very much appreciated the confirmation that it has always been considered that the notion of regularity is included within the understanding of the office in the white list. She remarked with respect to the regular operation of the intermediary that she hoped that this implies the office is required to engage in only a part of the regular operation of the intermediary and not necessarily all of its regular operations. She explained that otherwise she could not see how an office could satisfy the white list.

M. Brunet (Canada) trouve cette proposition de définition très ambiguë. La délégation canadienne regrette que l'on cherche à introduire un certain nombre d'éléments ambigus qui pourraient produire un effet circulaire. La proposition ouvre de nombreuses questions notamment quant au concept de « place ». M. Brunet se demande si cela implique une place physique. En outre, il demande ce que signifie la notion de « regular operation » et si elle vise la tenue de compte. M. Brunet insiste sur le fait que la délégation canadienne n'approuve pas cette proposition de définition car elle a pour effet de rendre la définition plus complexe.

Mr Brandman (ISDA) agreed with the comments of the Canadian delegate. He reiterated that as an industry credit risk lawyer, he still found it difficult to understand what a regular office is and believed that practitioners would have difficulty understanding how to undertake the diligence required, as well as doing the due diligence in connection with the tens of thousands of transactions made each day.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) replied to the EMTA delegates' comments that to require the office to undertake all of the regular activities is not the intention. He replied to the ISDA delegate's concerns that perhaps there is uncertainty as to what is meant by office but that by supplying a definition, at least some clarity is given, which would not be provided in the absence of a definition. He remarked, however, that providing such a definition would be difficult, as there are differing opinions on the matter.

Mr Bazinas (UNCITRAL) remarked that the explanation given by the EMTA delegate was very useful. He noted that at first glance, sub-paragraph (d) already refers to "regular activity" relating to a securities account and it had appeared that "regular operation" would be more general. However, he remarked that now that the Danish delegate had explained, it was clear that this was not the intention and the EMTA delegates preferred interpretation was the correct one. He concluded that the words "representative office" could be replaced by the wording "a place where temporary activities are undertaken". In relation to the effect of the words "any person other than the intermediary", he remarked that this seemed already to be the logical conclusion of moving the bracketed language to cover all the sub-paragraphs of article 4(1). In his view, the addition of the words "regular operation" does not add to the idea already contained in sub-paragraph (d) and all that is needed is clarification of "representative office", while the rest of the language was already in line with the morning's discussions. He asked if this was the correct view.

Mr Guynn (IBA) explained that if one included even a narrow definition of "office" in sub-paragraph (d) then now what would be required is that the place of regular operations is involved in the regular activity. He questioned why these two elements of regularity would be required, when the second is already contained in sub-paragraph (d). He suggested that "representative office" should refer to the office in a place where it cannot make final decisions and does not book securities accounts. However, it should not include offshore offices. This is because many intermediaries, especially in Asia, book their securities in offshore booking vehicles, whilst the main branch may not satisfy the white list. He stressed that an interpretation excluding such offices would severely disrupt the operations of these kinds of intermediaries. He noted that the problem is not the same in Europe and other countries.

Mr Markus (Switzerland) stated that he is not opposed to a definition of office with a regulatory element and that this is not superfluous. Rather, it makes a big difference because by defining "office", all of sub-paragraphs (a) to (c) will be affected and would lead to those sub-paragraphs becoming completely superfluous because of the constructive definition of office. He asked whether the desire is to define office or not. He remarked that although the second part of the definition is ambiguous, that defining office would clarify a lot of things and was not such a bad idea. He concluded that as a consequence the structure of the provision would change totally and dropping all of sub-paragraphs (a) to (c) should be considered if a proper definition was indeed included.

The Chair asked if the result of a definition of "office" included in article 1, would be that it is then implied into article 4 that the office must satisfy one of sub-paragraphs (a) to (c) and must also be a place of regular operations, as an additional condition.

Mr Markus (Switzerland) confirmed that this is exactly the correct understanding – sub-paragraphs (a) to (c) simply add conditions and are narrower than the one now contained in sub-paragraph (d). Therefore, he stated, it would be necessary to delete sub-paragraphs (a) to (c) if this definition of "office" is retained.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) replied to this last comment that he was not sure he agreed because the office had always been required to satisfy sub-paragraphs (a) to (c), and this was not necessarily changed by the definition.

The Chair asked if there were any other comments. She remarked that there appeared to be some issues in the position of the European Commission which could now simply go to the Drafting Committee to consider the redrafting of sub-paragraphs (a) to (d). She continued that there were other issues on which it was not so clear as to what the common position was or if there was any common position at all. She referred to the question by the Australian delegate regarding the interpretation of the words "on behalf of", which he had pointed out have a specific legal content that would imply an agency relationship between the intermediary and the other person. In other words, the suggested language might not be as neutral as perhaps intended.

Mr Morton (United Kingdom) suggested that the Commission invite the Drafting Committee to look at this issue. He explained that it was not intended to refine the meaning of agency but it was clear it was meant to refer to outsourcing, *i.e.*, a clear contractual relationship of some kind, but not necessarily that of agency. He concluded that therefore it would be best to ask the Drafting Committee to address the point.

The Chair remarked that it was a matter of finding the correct wording and recalled that the French delegation had initially proposed that there be some kind of language which describes a contractual relationship. She noted that it was therefore necessary to inform the Drafting Committee of the concept sought to be given. She asked the Commission if there was consensus confining these words to a contractual obligation or whether they were meant to be more general to cover other cases, or even cases not thought of as yet.

M. Germain (France) souhaite apporter une précision, suite à l'allusion à la proposition française. Il désire en effet souligner qu'il existe, en droit français, une distinction importante qui ne se retrouve pas nécessairement dans toutes les législations; en effet, le droit français distingue la relation juridique de représentation de la relation de sous-traitance. M. Germain précise que des expressions différentes sont utilisées afin de différencier ces deux types de relations : la relation juridique de représentation est caractérisée par l'expression « au nom de », alors que, pour la relation de sous-traitance, est utilisée l'expression « pour le compte de ».

The Chair confirmed that what was sought was a formula giving the idea of a contractual relationship, without limiting it to agency relationships. She asked the Chairman of the Drafting Committee if this task was acceptable to the Drafting Committee.

The Chairman of the Drafting Committee confirmed that it was.

The Chair reiterated that consensus was reached on the substance and that it was now for the Drafting Committee to draft the wording. She stated that the second issue was more difficult and asked how to deal with the definition of "office" proposed by the European Commission on behalf of itself and other delegations. She recalled that some delegations felt that it restricts the application of article 4 or the notion of office within article 4 and that it was therefore more than a matter of mere drafting. She warned that first it should be clarified what was to be included and excluded under article 4.

Mr Filippini (European Community-Commission) confirmed that the intention was not to narrow but rather to clarify the understanding of certain provisions, which would be unfamiliar to other delegations.

The Chair thanked the European Commission delegate for this confirmation.

Mr Kircher (ISDA) remarked that it was difficult to assess the consequences of the proposed definition but that he felt extremely uncomfortable with it, especially in relation to the criteria contained in the white list. He continued that the definition as proposed was very comprehensive and by requiring a regular operation of the intermediary, ran contrary to the purpose of the white list which was intended to mean that it is sufficient to have only part of those activities in that place. He stressed that this definition would overrule the white list and defeat its whole purpose.

Mr Bernasconi (First Secretary) kindly thanked the Chair for asking him to share a question with the Commission but remarked that he took the floor with a degree of hesitation. He asked why the words "any person other than the intermediary" are used if the main purpose is to exclude subsidiaries, *i.e.*, persons which are not the same legal entity. He stated that, in his view, this had always been the clear intention and could simply be expressed in the Explanatory Report. Secondly, he queried whether it was possible to come up with a negative description of what is a representative office; this should not then be included in the black list. Furthermore, he asked what the reference to "place of regular operation" would actually add in article 1, when "operation" as such was not qualified anywhere else in the convention, *i.e.*, it's application was only valid in relation to article 4. Therefore, he asked whether in order to introduce the concept of regularity the group had considered simply adding "regularly" to the *chapeau* of the provision. He explained that it would therefore read "... an office in that State which regularly" followed by sub-paragraphs (a) to (c), with sub-paragraph (d) moved up into the *chapeau*. He suggested that this might achieve the same result sought for article 4 but with the benefit of not needing an additional definition in article 1. He continued that this was especially relevant in light of the fact that the term being defined is only contained in one other article, *i.e.*, article 11, which itself refers to article 4. Therefore he did not see any need for a general definition when the aim was to clarify article 4(1).

The Chair reiterated that this meant article 4(1) would require an office in the State regularly engaging in one of the activities listed in sub-paragraphs (a) to (c) in order to give the idea of a "regular office". She then gave the floor to the Swiss delegation.

Mr Markus (Switzerland) referred the floor to the United States delegation.

Mr Sigman (United States of America) pointed out that his delegation felt it was unwise to attempt to draft during the plenary and that this matter was better left to the Drafting Committee. He remarked that it was clear that there had been a major effort to agree in principle and that consensus had been reached in that regard. He explained that his understanding was that the intent is not that all operations of an intermediary are replicated in each office, but that any of the intermediary's activities are conducted regularly in that place.

Mr Filippini (European Community-Commission) agreed with this interpretation and reiterated that it aimed to confirm the non-temporary basis of the office.

Mr Sigman (United States of America) remarked that regularity as such did not create a problem, as the industry would be content with that. He explained that what had been understood by some delegates was that a new phrase of "regular operation" was being added. He stressed that this was not the intention and that it was not intended that the full range of activities of the intermediary must occur at the place specified. He emphasised that it was only that the reference to "representative office", if not made clear, could be understood to effectively exclude any office that would otherwise have satisfied the white list. He noted that from the signs of agreement around the room there was consensus on this point and that it could be left to the Drafting Committee.

The Chair thanked the United States delegate, remarking that this clarified the matter a great deal and it could now be left to the Drafting Committee.

Procès-verbal/Minutes No 5

Mr Markus (Switzerland) remarked that he had also felt the same as the First Secretary regarding the idea that representative offices and subsidiaries could be excluded by including these concepts in the black list. He mused that he had initially thought this too simple a solution, but now that he had heard it from the First Secretary, he felt it should indeed be pointed out.

The Chairman of the Drafting Committee accepted the task on behalf of the Drafting Committee. He made one point in relation to the First Secretary's suggestion of introducing the word "regularly" to the *chapeau*, noting that the bracketed language refers to "other offices" and therefore it may still be necessary to define "offices". Nevertheless, he acknowledged that the Drafting Committee understood what the Commission wished to be expressed.

The Chair confirmed that both the white list and the notion of office would now be referred to the Drafting Committee. She suggested continuing the meeting by examining Working Documents No 7 and 8 relating to article 19 submitted by the Drafting Committee and Working Document No 11 on the change of law issue which was actually submitted by the Permanent Bureau, not the Drafting Committee as the heading indicates.

Mr Bernasconi (First Secretary) emphasised that Working Document No 11 is more of an information note rather than a proposal and was prepared by the Permanent Bureau with some of the members of the Drafting Committee. It was by no means a document proposed by the Drafting Committee itself.

The Chair drew attention to Working Document No 8 and noted that it contains three proposals. She suggested beginning with Proposal No 3, which excludes the need for an explicit rule on the possibility of a change of law. She remarked that the three different approaches had the same aim and should be clarified by the delegates who drafted them.

The Chairman of the Drafting Committee clarified that the proposals do not all have quite the same aim. He stated that Proposal No 3 suggests there is no need for any rule at all, and if it should be decided that there is a need, Proposals No 1 and No 2 should then be considered.

Mr Rogers (United States of America) began discussion of Proposal No 3, put forward by the delegation of the United States. He stated that the difference between Proposal No 3 and the other two is very small. He explained that the general question under consideration was what to do when there is change in governing law under the convention. He emphasised that the most important example is where at Time 1, under the law of State A, the account holder transfers an interest to secured party (SP) 1. At Time 2, the law changes to the law of State B and at Time 3 the account holder transfers an interest to SP2 under the law of State B. The question which arises is what law determines the dispute between SP1 (whose interest is governed by law A) and SP2 (who claims an interest under law B)? Mr Rogers explained that Proposal No 3 recognises that this question is a common, well-known traditional issue, which applies equally to tangible goods. He gave the example of where an interest arises when goods are located in State A, which are then moved to State B, and there another interest arises in relation to those same assets – in a dispute, the law of the second interest in time decides the case. He added that this analysis is equally applicable to directly held securities as well. In other words, the general principle is that the law is determined by the location of the securities when the dispute arises. He stressed that according to the delegation of the United States, this is already the clear result under the draft convention and is made clear under article 2(1)(d) which refers to priority disputes. He remarked that on this particular issue, all three proposals are in agreement as they all require that the new law determines the priority. He then posed the question of whether this causes a significant problem for SP1 and pointed out that Working Document No 11 under heading III explains that it does not. He referred to footnote 3 of that document which explains that any secured party for whom the interest is genuinely important would have taken the necessary practical steps to prevent the situation arising, for example, by having the securities transferred into an account maintained in its own name, over which it has sole power of disposition, or by ensuring the pledge agreement contains the condition that the law governing the agreement will not change without SP1's consent. He stated that if SP1 has not done so, then it runs the risk (along with many others) that the debtor would transfer the securities to another party. He remarked that he felt there was complete agreement on the principle that the second law is considered. However, he noted that there was disagreement in relation to the case where there is a transfer and then a change in law, without a second disposition and therefore no SP2. He said that the question then arises of whether the convention should contain a rule to preserve the application of the law of State A. In such a case, he explained that his delegation would argue that once it is recognised that an interest has arisen under the new law, the new law applies. He remarked, however, that if there is no such interest, then this only leaves the small issue of a change of law followed by insolvency. He explained that whether the old or new law is applied in relation to the insolvency administrator is a question of the substantive insolvency law of the new country. He concluded that this is therefore a small issue creating the disagreement which can be best seen as an issue of the substantive law, not as a rule to be determined under the convention.

The Chair referred the floor to the German delegation to explain Proposal No 1.

Mr Reuschle (Germany) stated that the delegates agreed about what they agreed, but disagreed as to what they disagreed. He then illustrated the Proposal with the example of an account holder who pledges an interest under English law to a third party, and then changes the law applicable to the account agreement to French law. He said that in such a case, the problem arises that the third party does not know if it still has a secured interest because that third party had perfected under English law, whereas the account is now governed by French law. He stressed that the German delegation saw great necessity for a rule in article 4 that any variation in the law chosen has no effect on third party rights. Mr Reuschle continued that if there was then a second disposition, it was clear that the second jurisdiction (in the above example, French law) should decide a dispute. However, he remarked that where there is no second disposition, this is not as clear and, thus, it is necessary for constitutional reasons to insert a sentence to ensure that this conflict does not arise and that the intermediary's change of law cannot have a detrimental effect on a valid third party right.

The Chair asked for clarification as to what the disagreement was.

Mr Morton (United Kingdom) addressed Proposal No 2 made by the British delegation. He explained that it was originally drafted with the German delegation, and that in substance it does not change from Proposal No 1. He

stated, however, that this proposal is deliberately phrased to deal with any change of law, not only changes which occur from a change to the account agreement. He gave the example of where the selected law does not initially satisfy the reality test, but later, when this is realised, the intermediary takes steps to ensure it is in fact satisfied, and thus the applicable law changes from that determined under article 5 to that selected under article 4. He emphasised that otherwise, the substantive intent of Proposal No 2 is the same as No 1. He continued that the only difference to Proposal No 3 is quite narrow, focusing on the fear of a mere change in law without a new party, which would leave the original account holder without a protected interest. In other words, Proposal No 2 is concerned with the situation where under the new law, a pledge is not recognised, even as between the parties to the original pledge agreement.

Mr Rogers (United States of America) stressed that Proposal No 2 is intended to reverse this situation and that this is the only difference to Proposal No 3.

The Chair expressed the understanding that the three proposals attempt to determine rights acquired under the first law so as not to adversely affect third party rights.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) asked whether the German delegation agreed with the United States delegate's statement that when the law changes, under insolvency, the second law applies.

Mr Reuschle (Germany) replied that the *lex fori concursus* should decide which is the applicable law.

Mr Potok (Legal Expert to the Permanent Bureau) said that the *lex fori concursus* would apply the convention and therefore apply PRIMA, which would lead back to the question of whether to apply the first or second jurisdiction.

Mr Reuschle (Germany) replied that it would be the first jurisdiction.

Mr Potok (Legal Expert to the Permanent Bureau) responded that there was now a dispute.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) expressed support for the principle behind Proposals No 1 and No 2 as it is important to protect SP1. He remarked that for practical reasons, rather than constitutional reasons, in many jurisdictions, unlike the United States, SP1 could not secure its interest absolutely. He gave the example of Spain, where SP1 can only get a pledge but it is more difficult to get an outright transfer as a way of collateral (except in limited cases). In light of this, he supported Proposals No 1 and No 2. Of these, he expressed a preference for No 2 because as the British delegation had pointed out, it has a broader application, covering a change of law, not only with an SP2 but also if, for example, the place of incorporation were changed by an intermediary. In such a case, his delegation would also want to protect SP1. Furthermore, he agreed with the Danish delegate that it may not be desirable to go as far as extending this protection to situations where there is a new event. He concluded that where there is no new event, the old law should apply. However, in cases of a new event, for example attachment, it is still open whether the old or the new law applies.

Mr Morton (United Kingdom) added that he should have mentioned in his introduction to Proposal No 2 that its draft does not currently make clear whether cases of insolvency or attachment are considered as equivalent to a second disposition and therefore whether it is the old or new law which should apply. He sought the views of the delegates as to the substance of this question, admitting that this proposal is defective in this respect.

The Chairman of the Drafting Committee remarked that the concern arises especially where registration is not merely a perfection requirement, but also required for the creation of the property right as a change to such a law might extinguish a valid new dealing. He concluded that the German delegations' Proposal No 1 makes this clearer.

Mr Markus (Switzerland) shared the concerns behind Proposals No 1 and No 2. He noted that at first sight, it seemed that the solution proposed under No 2 is very natural and would have to be read into the text anyway, which leads him to question whether such a provision is required in the text at all. Nevertheless, he expressed a preference for Proposal No 2 over No 1 because the latter seems to cross into determining substantive law. He explained that this is because Proposal No 1 requires that in applying article 4, it should always be checked as to whether it will prejudice the validity or otherwise affect third party rights and that this is difficult. He pointed out that the advantage of Proposal No 2 is that it works just with the law applicable (*i.e.*, the law before or at the time of a particular pledge). He concluded that Proposal No 1 could mean that different laws apply to different proprietary issues relating to the same securities, which, although a frightening idea, is possible. He concluded that in such a case, if there is a conflict, it could be resolved by private international law mechanisms which all are aware of.

M. de Fontmichel (France) remarque que les première et deuxième propositions ont en commun de défendre des intérêts parfaitement justifiés. Il précise néanmoins que si un choix devait être fait, sa préférence irait pour la proposition No 2 pour les mêmes raisons que celles qui ont été présentées par la Suisse. Il partage en effet l'opinion selon laquelle la proposition No 1 semble créer une certaine confusion entre la loi substantielle et la règle de droit international privé.

Ms Maas (EBF) stated that she spoke on behalf of the Association of German Banks. She expressed a strong belief for the necessity of a rule governing this issue, especially in view of the fact that the parties have confidence in a disposition. She stressed that if the account holder and the intermediary are allowed to change the applicable law and a third party, *i.e.*, the other party to the disposition of the securities, cannot interfere, there would need to be some mechanism of protection. She expressed support for Proposal No 1, especially because it addresses the situation which is most feared. She explained that if a given jurisdiction changes its own domestic law, for example, there are usually transitional rules in place to deal with conflicts. She concluded that in her view, Proposal No 1 changes only the applicable law and does not change the substantive law.

Mr Hayakawa (Japan) referred to the analogy drawn by the United States delegation to tangible goods and remarked that there is a large difference between indirectly held securities and tangibles. He explained that in the case of tangible goods, SP1 can check by watching the location of the goods and can therefore effectively protect its own right, whereas in relation to indirectly held securities, SP1 has no way of monitoring this and therefore cannot prevent a change of applicable law. He expressed sympathy for Proposals No 1 and No 2.

Mr Kanda (Japan) expressed doubt as to the real difference between Proposals No 1 and No 2. He agreed with

Procès-verbal/Minutes No 5

the Swiss delegate that what was being talked about was the governing law of the proprietary, not contractual, relationship, however, that he feels Proposal No 1 is consistent with that. He stressed that it is important to identify the differences between the proposals. He stated that Proposal No 2 covers all changes of law and that this seems too broad, although he would agree that changes caused under the application of article 5 should also be included. He also remarked that the 'magic words' of "parties to a disposition" contained in Proposal No 2 may be too narrow and fail to cover other third parties. In this specific regard, He expressed a preference for Proposal No 1. Finally, he noted that paragraph (3) of Proposal No 2 means that if all the relevant parties agree, including third parties, then there is no difference between Proposals No 1 and No 2. He remarked that the differences he has referred to may or may not be important but requested that the drafters of these two proposals confer to form one test and that this should operate to protect third parties. Mr Kanda pointed out that there is a related question regarding article 19 and wondered whether a similar rule is required. He recalled that what had been discussed is where the parties somehow change the law, yet under article 19, the convention itself changes the law. He stressed that he is not sure whether these events should be considered as similar or different but he simply wished to mention the issue for consideration.

Mr Dupont (Luxembourg) agreed with the Japanese delegation.

Mr Kircher (ISDA) stated that Proposal No 2 was intended to cover where the change of law clause is changed between the parties and where the applicable PRIMA law changes in itself. He asked if this is correct, whether the latter case is really a subject for the Hague convention, or whether it is beyond the convention's scope. Referring to paragraphs (3) and (4) of Proposal No 2, he stated that the concept of perfection, as reflected in the article 1 definitions, means that it would be effective even against third parties. However, he pointed out that paragraph (3) states that where the change is effected by the parties, the old law applies, whereas under paragraph (4) the new law applies if there are other changes to the law. He sought clarification of the relationship between this proposal and the article 1 definition of perfection.

Mr Morton (United Kingdom) replied that Proposals No 1 and No 2 cover changes in PRIMA law only, which are the only changes intended to be covered and which can and ought to be covered. Furthermore, he stated that the intention of Proposal No 2 as among the three parties (the account holder, SP1 and the relevant intermediary) was that the change in law has no effect until a new interest is created, in which case it is judged with reference to the second law.

Ms Rocks (EMTA) first expressed appreciation to the Japanese delegation because she agreed that Proposals No 1 and No 2 suggest that once the choice is made, it cannot be changed to adversely affect third parties. In relation to Proposal No 2, she stated that the possible effects in insolvency are concerning. She also remarked that Proposal No 1 imposes a substantive law rule in insolvency, which, from her general understanding, people will have a problem with. She stressed that in this regard article 7 should be looked at. She pointed out that the hypothetical situations being used always referred to the collateral as if it is a block, but she would like to raise another situation, although extremely unlikely in practice, to illustrate a particular problem. She gave the example of an intermediary and account holder who chose Belgian law, under which SP1 perfects (assuming this is a jurisdiction where the securities are not delivered out and there is no tri-party agreement). The intermediary and account holder then change the applicable law to French law, under which SP2 perfects. Then the parties change the law again to English law, under which SP3 perfects and finally change again to Malaysian law, under which SP4 perfects. Thus, she concluded that SP1's interest is preserved under Belgian law, SP2's interest is preserved under French law, SP3's interest is preserved under English law and SP4's interest is preserved under Malaysian law. She posed the question of how this operates in insolvency. She admitted that this is an unlikely scenario and probably will be dismissed, but pointed out that it is important to realise that securities are not always pledged as a block. She gave the example of where, on day 1, SP1 perfects under Belgian law, but following a change of law, more securities come into the account. She explained that one would need to view the account itself as a block, otherwise multiple jurisdictions govern SP1's rights as well and it would be difficult to know which law applies to which securities as this depends on time. She concluded that SP2's rights in relation to SP1's securities would depend on time.

Mr Rogers (United States of America) explained that one difference between Proposals No 1 and No 2 is that No 2 applies to any change of law and No 1 applies only to a change as a consequence of a variation of the agreement. Therefore, under Proposal No 1, a gap is left as to which law applies to other changes, and in that regard, he would prefer Proposal No 2. He said that more significantly, however, Proposal No 2 is limited to preserving the old law among parties to a disposition and, as the Spanish and Danish delegations had pointed out, this may be required, but this then entails drawing distinctions between insolvency and other events. He concluded that if Proposal No 1 or No 2 is followed, then the application of the old law in relation to parties to a disposition should be preserved, and not insolvency. He remarked that he considered Proposal No 3 to be reasonable.

Mr Sigman (United States of America) pointed out that the justification given for Proposal No 1 protects only someone who has relied on the earlier law, *e.g.*, SP1, but does not apply to a levying creditor and other third parties who did not do so. He noted, however, that the language of that proposal goes far beyond this and that is what had given rise to the questions of the Spanish delegation and others. He remarked that Proposal No 2 is confined to protecting SP1 and not other levying strangers. In relation to Proposal No 1, he pointed out that the reference to "third parties" intended to refer to SP1, but that other delegations had read this as broader. He stressed that it should be recognised that Proposal No 2's reference to "parties to a disposition" refers to SP1, *i.e.*, the one third party which needs to be protected, as SP1 is one of the parties to the disposition. He thus concluded that if it should be decided there should be text added to the convention on this point, Proposal No 2 is significantly more narrowly drawn to cover the situation initially intended.

Mr Kreuzer (Germany) agreed with both the United States delegates. However, he expressed preference for the substance of Proposal No 1, although it might need some changes. He explained that the idea behind Proposal No 1 is that the secured third parties should not lose their legal position by a mere changing of the law applicable by other parties. This is because the secured party is not in a position to protect himself because he does not know if or what law has been agreed to by the other parties. He stressed that to protect himself, the secured party would have to go

to the intermediary each day and ask whether the law had changed. He reiterated that as indicated already, SP2 under a new law is in a better position to protect himself and can ask the intermediary whether the law has changed.

Mr Reuschle (Germany) stated that he would like to make one short comment. He explained that there seemed to be a misunderstanding as to the meaning of "third party". Article 2(1)(a), however, uses the term "third parties" and it had always seemed clear that this referred to secured parties. He pointed out that if there were no common understanding, then it should be defined.

Mr Morton (United Kingdom) said that he hoped he was forgiven for not responding immediately to the enlightened question raised by the EMTA delegate. He responded to the Japanese delegate that he was inclined to agree that where all three persons have consented to the change, this should be catered for. He noted that rather than the people who proposed these options discussing it, this was something for the Drafting Committee. He referred to the differing views of the Japanese and German delegates on who should be protected. He noted that he was not sure if the situation regarding tangibles is true for a dematerialised world. He agreed with footnote 3 of Working Document No 11, which suggests that SP1 is in fact in a good position by obtaining a transfer or undertakings and therefore the better analogy would be with the traditional legal position.

The Chair suggested that the meeting the following day should begin with discussion of article 1 and then move to article 7. In preparation, she asked the delegates to read Working Document No 1 submitted by the Permanent Bureau, Working Document No 5 submitted by the United States of America, Working Document No 9 submitted by China, and Working Document No 3 on article 1 submitted by Malaysia.

The meeting was closed at 5.00 p.m.

Procès-verbal No 6

Minutes No 6

Séance du jeudi 5 décembre 2002 (matin)

Meeting of Thursday 5 December 2002 (morning)

La séance est ouverte à 9 h 45 sous la présidence de Madame Stefania Bariatti (Italie).

The Chair proposed that in order to continue the work of the previous day, the morning session should focus on article 1 and article 7 and the afternoon session on article 11. She proposed to begin with discussion of the definition section of article 1, for which Working Document No 3 had been submitted by the Malaysian delegation and Working Document No 12 by the Drafting Committee.

The Chairman of the Drafting Committee took the floor to describe the content of Working Document No 13. He stated that one of the definitions in that document derives from Preliminary Document No 16, from which Option A+ was earlier adopted. He then proceeded to recite the definition of the account agreement, the term now featured under Option A+, mentioning that the only change was the use of "a" instead of "the", to keep the definitions consistent throughout article 1(1). He then moved on to the definition of the term "office", and mentioned that the definition reflects the comments made previously. He continued with the definition of a "representative office" and said that whilst the question remains open as to whether the best course of action is to include representative office within the definition of "office" by specifying within it what is to be excluded, or to include representative office as a separate definition, at this stage the preferable option seemed to be a separate definition. He mentioned that the requirement for regularity contained in the definition of the office is needed to distinguish transitory or temporary places of business. The exclusion of places of business of any person other than the intermediary was designed to address the point, that for an office the desire is to identify the place of business of that particular intermediary and not of some subsidiary, partner company etc. He concluded that he hoped that the drafting reflected the views of the participants expressed so far. He then added that at the moment the definitions were added to the end of the list of the draft. However, the final order of the definitions would be examined by the Drafting Committee before the final version is produced.

Mr Sussman (FMLG) raised a question as to whether the definition of the account agreement was intended to cover agreements for the entire account or whether it would allow for side agreements as well.

The Chairman of the Drafting Committee replied that the definition was intended to cover any contractual agreement and that as defined it would cover relevant provisions contained in auxiliary contracts as well as in the main contract.

Mr Sussman (FMLG) stated that he was satisfied with this answer and further commented that in order to obtain a uniform interpretation of the definition in different jurisdictions perhaps some clarification to the effect described by the Chairman of the Drafting Committee could be included in the Explanatory Report.

Mr Devos (Belgium) stated that as the definitions provided in Working Document No 13 are relatively new, his delegation would prefer to reserve its position on them, in particular on the definition of the representative office to allow for consultations with relevant people at home.

The Chairman of the Drafting Committee reiterated that whilst there was a feeling in the Drafting Committee that the list of definitions should in fact be as concise as possible, the actual proposal to incorporate the exclusion of the representative office from the scope of the definition of office came from the United States delegation just prior to the meeting and would therefore have to be considered by the Drafting Committee later.

Mr Reuschle (Germany) made the point that perhaps the definition of the "office" as an office etc. could be improved somewhat.

Procès-verbal/Minutes No 6

The Chairman of the Drafting Committee replied that the Drafting Committee accepted that the definition might indeed appear strange. However, he reminded the Commission that during drafting, both the English and French wording must be considered and the current wording seemed the most appropriate from the dual language perspective.

Mrs Tuokila (Finland) made a suggestion that perhaps instead of the word "office" within the definition, alternative terms such as "place of operations" or "place of business" could be used, as such notions were already used within the European Union.

Mr Reuschle (Germany) suggested that the Drafting Committee could perhaps, in the case of a linguistic problem, draw up a good definition in the French language that could be subsequently translated into English.

Mr Sussman (FMLG) stated some preference for the original version of the definition, due to the fact that the definition of the term "office" appeared to rely on the definition of the term "representative office", and that in turn was based on the notion of a representative function. It was further suggested that some representative functions could include making of decisions and this point ought to be clarified.

M. de Fontmichel (France) déclare qu'il n'est pas nécessairement pertinent de retenir la définition communautaire de la notion d'établissement, dans la mesure où le champ d'application de la convention dépasse de loin le cadre communautaire.

Mr Kircher (ISDA) expressed support for previous speakers and further suggested that the term "representative office" should be deleted altogether as this term is not in reality a term used in private international law, but rather a term from the law of banking. He said that a second reason for the deletion was that there did not appear to be a need to enter into the difficulties presented by such definition, as the document appeared to be workable without it.

Mr Minogue (Australia) said that he agreed with the comments made by previous speakers that there were problems with new definitions. It seemed that the definition of the term "office" is very broad in article 1. However, for the purposes of the convention, a narrower definition of the term "office", as used in article 4, is already provided and qualified by the requirements of administration of payments or maintenance. He suggested that if the Drafting Committee believed that the substance of the definition of representative office is important, perhaps it could be either incorporated in the "black list" or alternatively described in the Explanatory Report. Furthermore, if the definition of "representative office" were moved out of article 1, then the remaining part of the definition would appear somewhat shallow and could consequently be removed altogether. He further raised a question as to why the definition in article 1 seemed to exclude offices of subsidiaries, whereas they may in fact be included under article 4.

Mr Morton (United Kingdom) commented that the issue of the inclusion or otherwise of definitions was discussed on previous occasions and this should not be revisited at this point. He further noted that the drafting comments are perhaps best left to the Drafting Committee. He then addressed the comments made previously, by stating that the requirement of the word "regularity" was introduced to distinguish temporary places of business.

The Chairman of the Drafting Committee further added that there might not be an inconsistency in the treatment of the offices of the intermediary between article 1 and article 4 after all, as the meaning of the office of an intermediary has always been to refer to the office of that particular intermediary and not of other persons.

Mr Filippini (European Community-Commission) supported the clarifications offered by the British delegate and the Chairman of the Drafting Committee. He further added that perhaps an option of the positive definition of such concepts could be considered, that is one that would concentrate on the positive functions of the representative office and which would not be based on the exclusionary principles.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) expressed agreement with the comments by the Chairman of the Drafting Committee and with the British delegate. He reiterated that the term "office" should only relate to the office of the intermediary and not of any other person and that the discussion on the inclusion or otherwise should not be conducted now.

Mr Sussman (FMLG) pointed out that the discussion of the term "office" appeared to be ongoing, so perhaps the Commission could revisit the discussion. Furthermore, he said that examination of the current article 4(1) showed that it requires maintenance of the securities account and thus it would seem that if the representative office meets that criteria it should be a valid location for the purposes of the convention. It thus seemed that some representative offices would in fact fall under that definition.

Mr Brandman (ISDA) asked for clarification of the point that examination of the requirements placed upon an office seemed to show that there were in fact two demands for "regularity", one in the definition in article 1(1) and the other in article 4(1).

The Chairman of the Drafting Committee stated that the Drafting Committee had decided not to use the word "regularly" on too many occasions and it had thus been decided for it not to be used for each of the sub-clauses in article 4(1)(a).

The Chair asked if the Drafting Committee would like to take into consideration the points that were made during the discussion with a view of potentially simplifying the draft of the convention.

Mr Reuschle (Germany) commented that it is important to recognise that within article 4(1)(a), parts (i) and (ii) do in fact fall under the definition in (iii), but that it is also important to make clear that (iii) is not and should not be limited to cases in (i) and (ii).

Mr Burman (United States of America) suggested that as the term representative office had evidently resulted in some problems, then perhaps the Drafting Committee could look at the issue and subsequently report to the Commission.

Mr Brandman (ISDA) questioned the Chairman of the Drafting Committee that, as a creditor performing due diligence investigations, under the current draft it would appear to be necessary to investigate whether there is regular activity at the office in question and whether it is regularly performed. He added that extra requirements to be investigated would add to the costs of undertaking transactions, which is undesirable.

Mr Kircher (ISDA) observed that the current definition of the representative office may add uncertainty as it

would appear that either there is regular activity performed, in which case it is an office, or there is not regular activity performed, in which case it is not an office within the scope of the definition. He therefore suggested that the deletion of the definition of representative office be considered.

The Chairman of the Drafting Committee commented that the two parts of the definition, namely that contained in article 1 and the requirements contained in article 4, serve different purposes and there is therefore no real doubling-up effect. The definition in article 1 is of general nature, whereas article 4 is concerned with the specific provisions.

Mr Ding (China) expressed general agreement with the comments by the Australian delegate that the definition of the representative office may create some problems and that the option of moving it to the "black list" should be given serious considerations.

Mr Reuschle (Germany) expressed a view that there did appear to be some doubling-up, as it may be possible for an office to perform regular activities, but to only perform them on a part-time basis. Consequently, it might not be wise to state the definition in this particular way.

Mr Kreuzer (Germany) agreed that the separate definition of representative office might cause some problems so it would be better to move it, as proposed by previous speakers.

Mr Markus (Switzerland) addressed the question of doubling-up of requirements and stated that the problems could perhaps be resolved if there was a slim, but general definition of the term "office" in article 1 in which the exception, which currently is present, would not appear. The exception could be moved to the "black list", as proposed by the Australian and Chinese delegates', whereas in article 4, the specific requirements could be stated, *i.e.*, what is required of an office for the purposes of the convention.

Mr Sussman (FMLG) put forward a view that the current discussion highlighted the uncertainty accompanying the current definition, which he attributed in part to the fact that the notion of permanency of the office is tied to the words of regularity of operations within that office. At the moment it seemed that if a representative office is engaged in regular business, then it already falls within the definition in article 4 and is a valid place. It was therefore not apparent what benefit the new definition carries.

Ms Maas (EBF) said that it would be helpful to exclude offices of other persons.

Mr Wetzler (Argentina) agreed and stated that in light of the comments pointing to the problems introduced by the definition of representative office, it would perhaps be better to leave the definition of office in a very general form, but in addition to broaden the notion of "regularly performed". He suggested this because the current draft seems to introduce some degree of confusion.

Mr Amaral (Brazil) expressed his agreement with the Swiss delegate and supported a more streamlined definition and interpretation, which could be aided by the removal of the term "representative office" from the definition section and transferral of the relevant parts to the "black list".

Mr Filippini (European Community-Commission) suggested that the present definition of the term "office" be changed and that the issue be referred to the Drafting Committee for a better definition, if possible. He further elaborated that the Drafting Committee appeared to have already considered the option of the expansion of the black list and at that stage it was rejected. Furthermore, as it would be unfortunate for the full meaning of the definition to be lost, he expressed a view that the current draft was acceptable provided the Drafting Committee could not improve it further.

Mrs Tuokila (Finland) pointed out that as there appeared to be many problems arising due to the use of the word "regularly" twice, the situation could be resolved by using words to the effect of "non temporary" in article 1.

Mr Dupont (Luxembourg) noted that the current discussion appeared to relate to the prior unresolved question of what was meant precisely by the words "otherwise engaged" in article 4. He stated that the exclusion of "representative office" seemed appropriate because of the uncertainty surrounding that unresolved question and to that effect was necessary, as long as it remained the exclusion. However, whether it is contained in the "black list" or in the definitions section did not appear material.

M. de Fontmichel (France) indique que la référence « d'autres fonctions » dans l'article 1(1) a) tel que rédigé dans le Document de travail No 12 pourrait constituer un sujet d'inquiétudes pour la délégation française, si les fonctions visées n'étaient pas clairement définies. Il ajoute que la rédaction de cet article doit permettre de s'assurer de la fonction qui lui est assignée, à savoir l'exclusion des bureaux de pure représentation. Cela garantit que la loi désignée présente des liens objectifs avec la situation. Il importe peu d'atteindre cet objectif par l'inclusion dans la convention d'une définition de la notion « d'établissement » ou de la notion de « bureau de représentation » au sein de la liste noire de l'article 4(2), dès lors que la méthode retenue ne produit aucun effet indésirable.

The Chairman of the Drafting Committee suggested that serious consideration should be given to the suggestion made by the Finnish delegate. He further stated the reasons why the Drafting Committee had decided against placing the features of the representative office on the "black list"; these being 1) that article 4 is already "heavy", and 2) that the reference to the term "office" is also made in article 11, and a general definition of the term within a definition area thus seemed a more common way to approach the matter.

The Chair then suggested that the discussion should shift to other definitions contained in article 1(1) and invited the Malaysian delegate to explain the content of Working Document No 3.

Ms Lee (Malaysia) stated that it seemed that the draft of the convention was primarily designed to cover traditional or conventional financial instruments. However, there are in existence a number of other financial instruments, which are non-traditional and that an Islamic instrument is one example. She explained, with significant references to the text of Working Document No 3, that the primary distinction of Islamic instruments compared with traditional instruments is the prohibition and consequent absence of the notion of interest payments. She stated that it was perhaps not clear whether the current draft of the convention, specifically the current definition of the term "securities", indeed covered Islamic instruments. However, she also pointed out that it certainly had the capacity to do so. She then proposed that the issue be either addressed in the text of the convention itself, according to the draft contained

Procès-verbal/Minutes No 6

in Working Document No 3, or alternatively for the point to be made clear in the Explanatory Report.

Mr Bernasconi (First Secretary) thanked the Malaysian delegate for her contribution and attempted to clarify whether the issue could be sufficiently dealt with in the Explanatory Report.

Ms Lee (Malaysia) agreed with the comments made by the First Secretary.

Ms Sekhar Naik (Malaysia) requested clarification of the issue of the exclusion of cash from the definition of securities, in particular as cash is often used as collateral.

The Chairman of the Drafting Committee addressed the point by stating that a distinction is drawn between cash itself and an entitlement to cash. Whilst the latter falls within the scope of the convention, the former is firmly excluded.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) said that he was happy to have a broad definition of securities included in the convention and stressed that this was not only because of the unknown features of future instruments and the diverse nature of the current instruments, but also because under the convention the crucial point to determine its scope of application is the fact that financial instruments, whatsoever, are held indirectly. Therefore, if the key point is the indirect holding system, it is preferable to have as many instruments as possible falling under this definition.

Mr Reuschle (Germany) also expressed his support for the broad definition of securities and put forward that all securities are credited to securities accounts. His delegation was therefore happy with the current definition.

Ms Maas (EBF) expressed her general agreement with the broad definition of securities, and drew attention to the issue of the exclusion of cash. She asked for clarification that cash credited to an account is not covered by the convention. She then drew attention to the European Directive on Financial Collateral Arrangements and pointed out that perhaps the focus could shift towards the definition of securities as being instruments, negotiable in principle.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) raised a question in light of previous interventions as to whether under the current draft a securities account to which cash can be credited, would be covered by the convention.

Mr Amaral (Brazil) also expressed support for the broad definition, such that would encompass exchange-traded derivatives, and further requested that the issue of cash and its use as collateral be explained in the Explanatory Report.

The Chairman of the Drafting Committee clarified the reasoning behind the current drafting of the definition. He stated that the convention did not intend to cover either cash or pledge of cash accounts. However, the definition does include a future entitlement to cash, such as a right to future benefits.

Mr Wetzler (Argentina) enquired as to when the lender receives collateral in the form of the securities account made up partly of the securities credited to such an account and partly of cash credited thereto, whether such an account would fall within the scope of the convention.

The Chairman of the Drafting Committee explained that in such a case, the part of the account made up of securities or future entitlements to cash would be covered, but the part made up of the credit of cash would be outside the scope of the convention.

Mr Adensamer (Austria) agreed with the merits and the need for the broad definition of securities. He also pointed to a potential problem, which was explained as follows: at the moment it seemed that receivables are not covered by the convention and are not in practice credited to a securities account, however it did appear possible for them to be in fact credited to a securities account. As the receivables appear to be covered by a separate regime, which was referred to by the UNCITRAL delegate on previous occasions, this point could present a problem in the future.

The Chair asked whether the Explanatory Report could be used to deal with this issue.

Mr Adensamer (Austria) conceded that there were no proposals at this stage, but pointed out that this was an issue of importance.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) thanked the Chairman of the Drafting Committee for the comments and explanations offered during the discussion and added that the comments on the issue of cash should go to the Explanatory Report.

Mr Kircher (ISDA) raised a question regarding the term disposition, especially with respect to priorities, namely that it may appear that the term disposition only applies to voluntary dispositions, and not to insolvency dispositions and attachment. Whilst he was content to leave the discussion of this point to the time when priorities were to be discussed, he nevertheless wanted to bring it to the attention of the Commission.

The Chairman of the Drafting Committee confirmed that the term disposition does in fact cover consensual dispositions and not those effected by operation of the law, with a limited exception for where lien by operation of the law is explicitly covered. He reiterated that the convention is not confined to disputes of the type disposition *vs.* disposition, but to those of the type disposition *vs.* any other interest, howsoever arising.

Mr Kanda (Japan) commented that as a non-native English speaker, the notion of "credit" or "crediting" appears to contain some ambiguity, because it appears that it does not include debit. Consequently, a problem could arise in the case where a transferor transfers securities to the transferee, whereby securities are debited from his account. The question arises as to whether the convention would determine the law applicable to the issue of the validity of the extinguishment.

The Chairman of the Drafting Committee agreed that generally "credit" does not mean "debit", and noted that the purpose of the convention is to designate the law to determine rights of the transferee *vs.* any other party. In this sense, he felt the convention does cover the extinguishment of credit in an account.

Mr Kanda (Japan) agreed with the Chairman of the Drafting Committee. He added that there are other issues for which the law of the transferor is important, one of which could be whether his right was validly extinguished.

Mr Rogers (United States of America) stated his agreement with the comments made by the Chairman of the Drafting Committee and added that the issue of the credit

to the account is covered by the convention. In this regard, he directed the attention of the Commission to article 2(1)(a), which determines the nature of rights arising as a result of the establishment of the relationship, and article 2(1)(b), which establishes the nature of the rights, including those *vs.* an intermediary arising from a disposition.

Mr Rank (Netherlands) conveyed his interest arising from the observations made by the Japanese delegate and consequently suggested that perhaps the definition of the "securities account" could be modified to state that it is an account to which securities could be credited or debited.

Mr Reuschle (Germany) referred to the point raised earlier by the ISDA delegate and noted that in previous discussions the issue of insolvency disposition was not discussed in great detail, so perhaps this issue ought to be explored further.

Mr Guynn (IBA) commented that the points raised by the Japanese and Dutch delegates' were somewhat technical and suggested that the matter be referred to the Drafting Committee to be examined with a view of considering alternatives to the word "credit", such as an entry.

M. Béraud (France) déclare que la traduction du terme « credit » dans la rédaction française de la définition du compte de titres prévue à l'article 1(1) de la convention ne lui paraît pas soulever de problème. Il explique ensuite que l'exclusion de toute sûreté, ayant pour objet des espèces, pourrait s'avérer problématique quant au gage de compte d'instruments financiers du droit français. Il ajoute, que de tels gages portent sur le compte en tant qu'universalité et, dès lors, leur assiette est constituée de tous les éléments inscrits en compte, aussi bien les instruments financiers que les espèces. Il est néanmoins essentiel pour la délégation française que le gage d'instruments financiers ne soit pas exclu du champ d'application de la convention.

M. Devos (Belgique) indique, en guise de réponse, que la spécificité du gage de compte d'instruments financiers est prise en considération au titre de l'article 2(1)(g).

The Chairman of the Drafting Committee clarified the issue by noting that the convention will not cover cash, which is received in the securities account or a separate cash account or pledge thereof, but will cover entitlement to cash under article 2(1)(a).

Mr Garcimartín Alférez (Spain) suggested that this issue should be clarified in the Explanatory Report.

The Chair questioned whether the discussion was to come back to the point made by the ISDA delegate, as the German delegate had returned to that point.

Ms Sekhar Naik (Malaysia) requested clarification of the notion of the intermediary "acting in that capacity".

The Chairman of the Drafting Committee stated that an entity could act in various capacities, thus an intermediary could be acting in the banking capacity, in the purely administrative capacity. For the purposes of the convention, however, it only became relevant when it was acting in the requisite capacity of an intermediary by being in the business of keeping the securities account. He further clarified that the distinction is drawn between cases, where the entity simply records the existence of accounts and where there is an existing relationship between account holder and an intermediary. The latter case is the one targeted by the convention, but the former is excluded from the scope of the convention. Therefore, to the extent that the CSD, for example, is undertaking a purely recording function, which does not give investors rights against it, then it would not be considered as a relevant intermediary, but he added that the convention also recognises that some CSDs will in fact perform functions of the relevant intermediary and thus some of them could be covered by the convention.

Mr Kanda (Japan) suggested that, as future discussion may result in the need to change certain definitions, perhaps the issue of the definitions should be left open.

The Chair expressed her agreement with the Japanese delegate that if problems arose later on, then the definitions would have to be changed accordingly.

Mr Pöch (Austria) stated that in the Austrian system the concept of an intermediary is somewhat different from that present in many other jurisdictions. He added that as a result significant changes to the substantive laws in Austria would have to be made in order for the uncertainty in the application of the convention in Austria to be removed. Alternatively, he suggested that the wording be modified to allow for an easier application of the convention in Austria.

The Chair asked the Austrian delegate whether he had any proposals regarding the issue and whether the issue could be dealt with in the Explanatory Report or if it required changes to the text of the convention.

Mr Pöch (Austria) replied that an Austrian judge would not consider the text of the Explanatory Report if the text of the convention were sufficiently clear.

The Chairman of the Drafting Committee explained that the substance of the convention depends not so much on the nature of the intermediary as on the type of the relationship between it and the account holder. The type of the relationship that was excluded is where the account holder is in fact part of a direct holding pattern, whereas if the holding pattern is indirect, *i.e.*, if he enjoys rights against the intermediary, then such pattern would fall under the scope of the convention.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) expressed a preference for the distinction to be based on the function performed by the intermediary, as opposed to the holding pattern.

Mr Wiener (United States of America) agreed with the Danish delegate.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) raised his concerns regarding the issue of a Multi-unit State. He noted that whilst the current approach was acceptable and unlikely to be a problem for Spain, the issue might nevertheless result in potential problems. He explained that there appeared to be two concepts of a Multi-unit State in the convention, one as a State comprising different territorial units with different private laws and one with different political units, where those units may or may not have the same private law.

The Chairman of the Drafting Committee agreed with the Spanish delegate and noted that this could be seen as a drafting point, which could be clarified by placing the definition of the Multi-unit State in its appropriate place and deleting references to it where necessary.

The Chair stated that if the definition of the Multi-unit State were to be reduced to a State comprising two or

Procès-verbal/Minutes No 6

more units, the definition would appear shallow, due to its obvious nature.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) pointed out that the reference to Multi-unit State is made in a number of articles, such as article 1, article 18 and also article 5.

The Chair proposed to refer to them differently, as appropriate.

Ms Zhou (China) expressed her agreement with the Spanish delegate, and added that her delegation was flexible with regard to the wording of the term Multi-unit State. She proposed that perhaps a reference to Multi-unit State in article 18 could be deleted, but could be kept in definitions in article 1 and article 11, as different political units within a State would have the power to determine their acceptance or otherwise of the convention.

The Chair recited article 18.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) intervened that this discussion is more than purely a matter of drafting and suggested that the deletion of the reference to Multi-unit State from article 18 could create a problem in Denmark with respect to Greenland.

Ms Dostie (Canada) questioned the need for a definition of a Multi-unit State, and further suggested that the definition could be deleted but references could be kept in article 11 and article 18. Additionally, she suggested that the issue should be referred to the Drafting Committee.

Mr Wetzler (Argentina) agreed that there seemed to be a problem with the definition of a Multi-unit State, but also added that it could be a matter of public, not private international law. He also added that the current definition might not be broad enough to encompass all existing types and varieties of Multi-unit States. He also stated that the matter could be referred to the Drafting Committee to find a definition that would in fact cover all types of Multi-unit States.

Mr Minogue (Australia) agreed with the Canadian delegate and further stated that the presence of a general definition of a Multi-unit State could create a problem if, *e.g.*, such definition would not cover Australia. However, some of the issues could still be relevant due to Australia's federal structure. Thus, he proposed that the specific issues relating to Multi-unit States could be covered in specific clauses, as appropriate.

The Chair stated that the issue of Multi-unit States has always posed a problem for the Hague Conference, and consequently suggested that the Commission could perhaps examine existing solutions to this issue presented in other conventions.

Mr You (Korea) congratulated the Chair on her election to the post. He added that the function of the definition of the Multi-unit State in article 1 seemed unclear but that at the same time warned that caution needed to be exercised in deciding to delete it. He further suggested that the issue be referred to the Drafting Committee for consideration.

Ms Zhou (China) expressed a view that the clause similar to article 18 is very important for the convention, but that perhaps the name of the article could be changed, to remove the reference to Multi-unit State.

The Chair proposed separating the substance of the notion of Multi-unit State from its use in the heading of article 18 and brought to the attention of the Commission that such an approach would require finding a way to draft the name appropriately. Consequently, she suggested that it could be referred to the Drafting Committee.

Mr You (Korea) reiterated that there are many examples in international agreements where similar clauses are used, and suggested that an appropriate answer to the problem could be drawn from such clauses.

Mr Bernasconi (First Secretary) provided an overview of the debate and suggested that the issue be referred to the Drafting Committee. He mentioned that there did seem to be a need for a clause similar to article 18, but also one similar to article 11. However, he also noted that in light of the adoption of Option A+, the language of article 11 could now be simplified.

Mr Wetzler (Argentina) supported the proposal to refer the issue to the Drafting Committee and added that as Multi-unit States have been in existence for a long time, their types are extremely broad, and this should be kept in mind by the Drafting Committee.

Mr Christmann (Germany) explained (relating back to comment 81 of the Chairman of the Drafting Committee) that the German and Austrian system do qualify as an "indirect holding system" (despite the fact that the rights of the holder *vis-à-vis* its immediate intermediary are only contractual and the *in rem* entitlement of the holder takes the form of a co-proprietary interest in a collective pool of securities) as the ultimate investors are not recorded in the books of the CSD (as is the case for direct holding systems of a Nordic nature).

The Chairman of the Drafting Committee stated that the particulars of the question could not be answered at this point in time as he did not possess enough information on the substance of the system. He reiterated that for the convention to apply, all that is needed is for the rights of the account holder to be within those contemplated by article 1(1).

Mr Christmann (Germany) stressed that the Explanatory Report should clarify that the co-proprietary rights were indeed within the contemplation of the convention.

Mr Bazinas (UNCITRAL) expressed his support for the option of deleting the definition of the Multi-unit State, and leaving the issue for the States to apply. He added that the topic had been discussed recently at UNCITRAL and that he hoped that the particulars of those discussions might be helpful for the Drafting Committee.

Ms Baptista (ACSDA) noted that holding systems in many Latin American countries have a very well defined chain of responsibilities and that they could be seen as indirect for the purposes of the convention.

Ms Lee (Malaysia) asked whether the definition of "perfection" in the convention would not require some countries to change their substantial laws in order to comply with the requirements for perfection at different levels within a holding pattern.

The Chairman of the Drafting Committee sought to clarify the issue by stating that the convention applied to determine the law applicable to dispositions. He further added that the convention only decides on the conflict of laws rules and that the substantive laws are for each State to determine.

Mr You (Korea) stated that many questions were dealt with in the Explanatory Report and that it therefore seemed necessary to determine clearly what the status of such a Report is.

The Chair explained that after its publication, the status of the Explanatory Report is determined by articles 31 and 32 of the Vienna Convention on the Law of Treaties, but the status of the Explanatory Report prior to its publication had not been discussed yet. She added that, traditionally, the Explanatory Report was written by the *Rapporteurs* but was not submitted for the approval by the participants.

The Secretary General said that it would be difficult to submit the Explanatory Report to different delegations for a formal approval. He added that the Permanent Bureau had always been in charge of publishing three types of documents: the preparatory work; the verbatim reports of the Diplomatic Session; and the Explanatory Report. He noted that this practice had brought satisfactory results so far.

Mr Devos (Belgium) pointed out the fact that the Explanatory Report was of great importance and, although everyone trusted the *Rapporteurs*, this would remain a delicate issue, for which a great amount of caution was required.

Mr Bernasconi (First Secretary) explained that it did not appear necessary for the Explanatory Report to be adopted formally. He suggested that in line with the traditional practice, the Explanatory Report would be circulated in an informal fashion similarly to Preliminary Document No 1. He added that this process was an important one as it provided an opportunity for the participants to express their views on the information contained and to ensure that mistakes were eliminated from the Explanatory Report as far as possible.

The Chairman of the Drafting Committee stated that in his experience as a *Rapporteur* at the Cape Town Conference, the responses received in the fashion described above were of great help. He added that the practice is, without a doubt, beneficial to the quality of the finished product.

The Secretary General intervened to state that the Explanatory Report had always been prepared in close consultation with the Permanent Bureau. He added that despite the absence of a formal process on the issue the Permanent Bureau had always ensured that the views of the participants had been sufficiently taken into account in its preparation.

The Chairman of the Drafting Committee stated that the ultimate responsibility regarding the information in the Explanatory Report remains with the *Rapporteurs*. However, the circulation was to be done informally through the Permanent Bureau to obtain important and helpful comments from the various delegations.

The Chair invited the participants to take the opportunity for a photograph to be taken on the steps of the Peace Palace and closed the meeting.

The meeting was closed at 1.00 p.m.

Procès-verbal No 7

Minutes No 7

Séance du jeudi 5 décembre 2002 (après-midi)

Meeting of Thursday 5 December 2002 (afternoon)

La séance est ouverte à 14 h 50 sous la présidence de Madame Stefania Bariatti (Italie).

Article 7 – General Comments

The Chair asked the First Secretary to explain the Working Document prepared by the Permanent Bureau on article 7.

Mr Bernasconi (First Secretary) stated that what he had to say was contained in the note. Yet he wanted to briefly mention that article 7 dealt with the effects of insolvency procedures in relation to the securities governed by PRIMA law. He reminded the delegates that this was a sensitive and important question, because States were reluctant to have their insolvency law tampered with by international treaties. He stressed that the convention did not intervene in insolvency law, but would decide whether and to what extent a pre-insolvency entitlement in accordance with PRIMA would be upheld in an insolvency proceeding. In other terms, what rights were recognised and what were the effects of such rights in the insolvency proceedings. He remarked that article 7 answered these questions in paragraph 1 and 2. Under paragraph 1, the insolvency judge had to recognise the valid establishment of a pre-insolvency entitlement if it had been perfected under PRIMA law. Paragraph 2 related to the effect of an entitlement under the *lex concursus*. He commented on a drafting point that had been submitted by the Portuguese and Australian Delegations: the reference in Preliminary Document No 15 to the place of the intermediary had been deleted because there was no reference in article 4 to the place of the intermediary. He added that the way article 7 paragraph 2 had been drafted in conjunction with article 9 excluding *renvoi*, there would be a danger that one could not avoid misunderstanding the relation of the convention to the insolvency regulations. Nevertheless, for technical reasons, no changes were necessary because there was no conflict between the two texts (see Working Document No 1).

The Chair asked for comments on this point. She recalled that article 7 had lead to Working Documents from the United States delegation (Working Document No 5) and the Chinese delegation (Working Document No 9). Before studying these documents and going into the details of drafting and substantive proposals, she called for a general round of comments on article 7.

Mr Carriat (European Community-Commission) congratulated the Permanent Bureau for the Working Document produced on article 7 as it had met with the needs reiterated by a number of delegations. He welcomed the

clarification of the respective scope of PRIMA, the rules of the convention and insolvency law in national legislation. He added that some amendments to article 7(2) had been presented. He considered nevertheless that these amendments were not necessary.

The Chair reminded that delegates should not anticipate on the working documents before they had been presented.

Mr Carriat (European Community-Commission) stated that the last proposal made by the Permanent Bureau aimed to clarify to what extent the rules of insolvency were preserved under the convention. In this respect, article 7(2) excluded substantive and procedural insolvency law. He added that this would not be sufficient, as existing Community rules were likely to apply such as the Regulation on insolvency or the Directive on the winding up of financial institutions. He suggested it would be necessary to add, either to the substance of article 7(2) or to the Explanatory Report, terms expressing a reference to "conflict of law rules".

Mr Morton (United Kingdom) thanked the Permanent Bureau for the explanation on the effects of article 7, and the United States delegation for its paper. He added that these documents made clear that the effects of article 7 were limited. He explained that the fact that the text of article 7 had been taken from a substantive law convention could be misleading. It was therefore important to underline that this was a conflicts of law convention. He referred to the explanation by the First Secretary regarding the fact that article 7 creates a rule of recognition. In other terms, the insolvency rules cannot retrospectively impose perfection rules as a condition of recognition. The rules governing matters of validation were on the contrary submitted to the *lex concursus* (paragraph 2). He added that the Explanatory Report should mention that this convention had no impact on insolvency law except as a recognition process.

Mr Kronke (UNCITRAL) remarked that at first sight, paragraph 1 appeared to be a substantive provision, whereas to understand paragraph 2, it was necessary to read the issues covered by the convention in article 2(1). Nevertheless, he was under the impression that article 2(1) did not cover any of the issues in article 7(2). He thus referred to the Chinese delegation's paper that stated that paragraph 2 did not cover anything. He felt it could be useful to state in the Explanatory Report that paragraph 2 would not affect insolvency issues. He added it would be useful to make clear that the rule given by the conflict of law rule would be maintained even if there were mandatory or super-privileged rules.

M. de Fontmichel (France) insiste sur l'attachement de la délégation française aux règles impératives matérielles de l'insolvabilité. Aux vues de l'avancement des travaux il demande si la meilleure façon de protéger ces règles ne serait pas de ne pas en parler du tout. Il précise en outre que l'ensemble du droit dérivé communautaire entre dans la catégorie de « toute règle de droit matériel ou de procédure d'insolvabilité » visée à l'article 7(2), selon la compréhension de la délégation française de ce texte.

Ms Hansen (United States of America) explained that in contrast to the two previous speakers, she found it useful to have article 7. She said that paragraph 1 clarified the necessary implication of the certainty of PRIMA choice even when there was an insolvency procedure. She added that paragraph 2 would clarify for insolvency experts that significant insolvency policies of a jurisdiction were not being undermined. She remarked that nevertheless there could be confusion and potential overlapping of the two paragraphs. Effectively paragraph 1 could be construed as if it would trump some of the issues in paragraph 2. This difficulty could nevertheless be corrected by changing the drafting. To this effect one could add at the beginning of paragraph 1 the terms "subject to paragraph 2" or at the beginning of paragraph 2 "paragraph 1 not withstanding". These terms would avoid the overlapping.

Ms Correia (Portugal) thanked the United States delegation and the Permanent Bureau for the very good working documents. She explained that the Portuguese delegation fully supported the aims in article 7. Nevertheless she feared that it could be read as a substantive rule and not as a conflict of law rule. She added that substantive rules were out of the scope of the convention. The risk remained nevertheless that the convention be read as not only serving the purpose of protecting the application of PRIMA law. The Drafting Committee should therefore make clear that PRIMA would still apply to aspects of article 2(1) even if an insolvency proceeding were opened. She declared she would not be opposed to having this expressly specified in the convention.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) expressed his strong support towards this article. He said that the Permanent Bureau and the British delegate had perfectly explained the context of this article, even if some redrafting were necessary to clarify the understanding. He insisted that what really mattered to secure creditors was insolvency risk. The convention should therefore solve this question. Paragraph 1 offers a rule of recognition; paragraph 2 poses the limits the insolvency law may impose on property rights under the *lex concursus*. Yet not withstanding these provisions, up to now, judges would not reach this result, as they would not recognise property rights that had not been perfected under the *lex fori*. Precisely paragraph 1 should avoid that situation. Thanks to this provision, insolvency judges would have to recognise property rights established under PRIMA. Then the *lex concursus* could not say that a secure creditor was not a secure creditor.

Mr Löber (ECB) thanked all those who helped to explain how article 7 would work. He supported the proposal of the French delegate to delete paragraph 1. He asked whether the convention was to achieve protection for those rights acquired under PRIMA either at the moment of the opening of the insolvency procedure or at the moment of perfection.

The Chair reminded that the change of law question would be discussed at a later time.

M. de Fontmichel (France) précise qu'il ne souhaite nullement supprimer l'article 7(1). Son intervention précédente visait uniquement à souligner que si la règle PRIMA s'applique dans le cadre de l'article 2(1), la question de l'application de la *lex concursus* ne se pose plus. Il partage ainsi les commentaires de la déléguée portugaise.

The Chairman of the Drafting Committee agreed with the United States and Portuguese delegations that the wording of article 7(1) needed to be modified to avoid confusion. As to article 7(2), he confirmed that this provision had been taken out of the Cape Town Convention, which was a substantive law convention. In the case of the present convention, the provision would not affect substantive law. There remained nevertheless confusion as to what rules of substantive law could be affected by a conflict of law convention. This question should be submitted to the Drafting Committee who would make sure that no rule in insolvency law could operate to displace perfection under

PRIMA law. The text should thus not raise the implication that "other rules of insolvency" could be affected by the convention.

Mr Markus (Switzerland) thanked the Permanent Bureau for the excellent explanation of the problems in article 7. He agreed with the United States and Portuguese delegates on the fact that it was a private international law convention. In this respect, private international law sometimes deals with substantive law. On the other hand, insolvency law seemed to be procedural law at first sight. It would therefore be easy to differentiate the two fields of law. He added that it would be necessary to identify where qualification problems could occur, and whether there was a risk of overlap between the two fields. In the words of the UNCITRAL delegate, super-priority could be a problem. Yet there could also be a problem on avoidance rules. These could be considered as substantive rules to which a private international law rule could refer. In this respect, like the Portuguese delegate, he said that paragraph 1 should make clear that PRIMA would not be affected. He feared that paragraph 2 could cause qualification problems through overlapping of the insolvency law and the substantive law to which the private international law rules refer.

Mr Devos (Belgium) thanked the Commission for the clarification in the working documents submitted by the Permanent Bureau and the United States delegation. He raised a few drafting points. He suggested that the Drafting Committee could certainly remove paragraph 2 so as to avoid misunderstanding on the application of substantive insolvency rules. He added that one should also take into consideration that some delegations, such as the United States delegation, would like to keep paragraph 2. He agreed that the wording suggested by the United States delegate *i.e.*, the words "subject to" could be necessary. He concluded that the opportunity would probably be given to come back to the relationship between article 7(1) and other provisions.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) supported the delegates who wanted to redraft article 7 in a conflict of law point of view. The rule should then say that PRIMA law would be sufficient for the perfection of the right. He added that when the Drafting Committee redrafted article 7, it should consider if the insolvency of the intermediary and the insolvency of the account holder were two different situations and therefore should be treated distinctly.

Mrs Tuokila (Finland) explained that article 7 was very difficult and confusing, even if the explanation given by the First Secretary was very good. She considered that article 7(1) would be sufficient in supplying a rule of recognition. She suggested that article 7(2) start with the words "without prejudice to paragraph 1". These terms would make clear that the recognition of the right was still there. It would also be necessary to add the word "especially" before sub-paragraphs (a) and (b).

Mr Garcimartín Alférez (Spain) expressed his confusion. He said that article 7(1) would be a sufficient provision in his eyes. He recalled that article 7(2) had been drafted as many delegates thought that they would not be able to apply their insolvency law because of article 7(1). In particular, article 7(2) had been added so as to comply with European regulations and directives and to convince Members of the European Union. He stated that if article 7(2) were deleted, this discussion could start again. For these reasons, it was necessary to keep article 7(2).

Mr Burman (United States of America) agreed with the Spanish delegate that the users of the convention would need both paragraphs 1 and 2. Yet it remained clear that some redrafting should be done. It appeared that the purpose of the convention was to provide certainty in the financial markets. Experts would understand article 7 without paragraph 2, but the function of the convention was to provide guidelines for credit raising agencies. It was possible to argue that paragraph 1 was a substantial rule that could not eliminate paragraph 2. Nevertheless, judges could construe paragraph 1 differently if there were no paragraph 2. He added that it might be necessary to re-examine paragraph 2, as it could be interpreted differently outside this meeting. It would nevertheless seem a late time to change article 7.

Ms Weinberg de Roca (Argentina) thanked the First Secretary for his paper and supported his proposal not to delete paragraph 2. She explained that this article was one of the most important articles in the convention. She agreed with the Swiss delegate that in insolvency matters, conflict of laws, procedural law and substantive law could overlap. She suggested that a redrafting of paragraph 2 might be necessary even if this text were similar to the Cape Town Convention.

The Chair agreed that the difference of nature between this convention and the Cape Town Convention would render a redrafting necessary.

Mr Morton (United Kingdom) questioned the removal of paragraph 2. He agreed with the Spanish delegate about the reason to the drafting of paragraph 2: it was purely because the delegates were concerned with the scope of paragraph 1. He said there could be a problem in the relationship between the two paragraphs. It would perhaps be necessary to express that paragraph 1 should prevail on paragraph 2. He agreed that paragraph 2 had been taken out of the Cape Town Convention, and in this context, the provision had been designed to narrow the ability of the insolvency law to apply its own rules. This aim was not the purpose of the present convention.

Mr Kronke (UNCITRAL) referred to Working Document No 5 submitted by the United States delegation. He said that the first sentence of this document suggested drafting a new rule. He explained that in UNCITRAL experience, notably during the Assignment Convention discussions there had been a long list of insolvency matters that were not affected by the Convention. This list was to ensure that the applicable law provision did not go into insolvency issues. Yet, at the end of the discussions, this list was put into the Explanatory Report.

Article 7 – Working Document No 9

The Chair asked the Chinese delegation to explain Working Document No 9.

Mr Ding (China) suggested a number of changes to article 7 and in particular a widening of paragraph 2. He explained that there was a requirement under Hong Kong law, that any unregistered charges over the property of a company incorporated in Hong Kong or a company incorporated outside Hong Kong but with a place of business in Hong Kong, would be rendered void against the liquidator and any creditor of the company. This was a common requirement in the legislation of a number of common law jurisdictions. The Chinese delegation considered that this was an important part of insolvency law of Hong Kong Special Administrative Region of the People's Republic of China that should not be affected by the convention. For this reason the Chinese delegation suggested adding to article 7(2)(a), the terms "the mandatory regis-

Procès-verbal/Minutes No 7

tration requirements in respect of charges or pledges over property of a company".

The Chairman of the Drafting Committee expressed his understanding towards the Chinese proposal, because there was a similar provision in English law. He said nevertheless that there would be confusion if one had to deal with a general notice requirement in relation to this convention. This would force people to go to the State of the security issuer or of the grantor to find out about filing rules needed for the perfection of securities. As to the reference to article 10(3) (public policy), it would not imply that the law of the forum could impose perfection requirements. This would only derive from PRIMA law.

Mr Carriat (European Community-Commission) agreed that the proposal of the Finnish delegate to add the word "especially" would clarify matters. This could also be explained in the Explanatory Report. He also expressed his strong support to paragraph 2.

Mr Devos (Belgium) agreed with the British delegate. He agreed that the proposal of the Chinese delegation, which probably rested on very good reasons, would go against what the PRIMA rule was trying to achieve. In particular, when the security interest had been perfected under PRIMA, it would not be necessary to perfect under the law of another jurisdiction (*e.g.*, where the pledgee was situated). In practice, Banks generally do check filing requirements and try to respect them. For this they go to special offices to deposit their documents. Yet this was very risky and could render the collateral unenforceable. He stated that in some countries, filing requirements were an impossible nightmare because the filing was done after having perfected the security interest. This would lead to uncertainty during the period before the filing.

Ms Lee (Malaysia) agreed with the Chinese delegate. She explained that in Malaysia there was a principle of "relation back" that would not be covered by article 7(2). It would be necessary to add this exception to paragraph 2.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) endorsed the opinions expressed by the British and Belgian delegates. He reminded that one should not forget that article 7 was a balance between paragraph 1 and 2. If every State wanted to include a mandatory rule, this would go against the purpose of the convention, which was to create legal certainty. He did not agree with broadening the scope of paragraph 2.

Mr Christmann (Germany) shared the views of the Spanish, Belgian and British delegates. He also agreed with the Chairman of the Drafting Committee that the filing requirement was dealt with in article 10(3).

Mr Beckett (Australia) supported the view of the Belgian and British delegations. He explained that Australia had similar filing requirements but these were not to be applied for convention purposes.

Ms Rocks (EMTA) agreed with the Belgian delegate. Nevertheless, she said that she was not sure how many of these perfection requirements would apply in insolvency.

Mr Morton (United Kingdom) made a comment in relation to the position of the Malaysian delegation commented on by the Spanish delegate. He explained that if article 7(2) were to be there at all, it must be extended to cover all forms of substantive insolvency rules other than filing requirements.

Ms Correia (Portugal), **Mr Rammeskow Bang-Pedersen** (Denmark) and **Mr Dupont** (Luxembourg) all agreed with the British delegate.

The Chair asked the Chinese delegation if their motion had only the support of Malaysia, would they still keep it on the table?

Mr Ding (China) said that the Chinese delegation would maintain this motion, as they needed time to discuss the matter with insolvency experts at home.

Mr Hayakawa (Japan) said that he did not understand Working Document No 9 and that he also did not support the Chinese proposal. He explained the basic structure of article 7. Paragraph 1 ensured that the PRIMA rule would be respected in an insolvency situation. Paragraph 2 said that bankruptcy courts should apply bankruptcy rules.

The Chair asked whether the Chinese delegation wanted to add anything.

Mr Ding (China) preferred not to make any comment before discussing the matter with the experts back home.

Article 5 – General Comments

The Chair suggested going on to article 5.

The Chairman of the Drafting Committee explained that this provision was a fall-back rule that was intended to apply when either of the parties had not designated a law in the account agreement or if the designation was not effective because it did not satisfy the reality test. He added that this provision should only apply in a very small number of cases. It would apply a law that had no link to the transaction but it would bring legal certainty. Article 5 said that if the relevant intermediary was incorporated or organised in a State, one would apply the law of that State. If it was incorporated or organised in a territorial unit of a multilevel State, one would apply the law of that territorial unit. This reasoning would be a reasoning en *cascade*, if sub-paragraph (a) didn't apply, then one would go to sub-paragraph (b). This would make it necessary to determine where the relevant intermediary has its place of business or its principal place of business. Sub-paragraph (c) says that if the incorporation had taken place under the law of a multilevel State, one should apply the law of the territory where the relevant intermediary has its place of business. In the case where the intermediary had not been incorporated under the law of a territorial unit, one should apply the law of the State itself.

M. de Fontmichel (France) soulève un problème d'articulation entre la notion de constitution (*incorporation*) et celle d'organisation (*organisation*) au sein de l'article 5 paragraphe (a). En effet, une société peut être constituée dans un Etat et être organisée selon le droit d'un autre Etat: d'ou toute l'ambivalence entre la théorie de l'incorporation et la théorie du siège. Il est d'avis qu'il conviendrait par conséquent de préciser ce point.

Mr Morton (United Kingdom) explained that under some jurisdictions a company could be incorporated in one place and organised in another. It would therefore be necessary to draft a provision that would give pre-eminence of one over another.

The Chair resumed that incorporation (*constitution*) is for legal entities and organisation is for non-legal entities. She said that this would be a drafting issue.

Mr Reuschle (Germany) said that his delegation would like the fall-back rule to address the situation where the intermediary's head office was not located in the same jurisdiction as the branch concerned by the transaction. For example, the head office would be in Frankfurt, but the branch would be in New York. He stated that under the existing article 5(a), the result could lead to the applicable law being relocated from New York, where the parties were dealing, to Frankfurt. He therefore proposed to put the jurisdiction of the relevant intermediary before the jurisdiction of incorporation. For example, if the PRIMA rule under article 4 did not apply to the New York branch, there was a risk that German law would apply to the New York branch.

Mr Bernasconi (First Secretary) asked what the position of the white list would be in such a situation and wondered if the case would fulfil its conditions.

Mr Reuschle (Germany) expressed the opinion that the white list would not apply in that case. He said that nevertheless, such a matter should be discussed.

Mr Morton (United Kingdom) said he was not sure that the problem identified by the First Secretary was a very serious one. It appeared clear that if the account agreement were extended to a particular branch in a jurisdiction, then the branch would have an office in that jurisdiction and therefore the white list would be satisfied.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) said that if it were not possible to work around the white list, then this was only a drafting issue.

Article 6 – General Comments

The Chair suggested going on to article 6.

The Chairman of the Drafting Committee explained that this article was only meant to serve as guidance to the courts. This article was only concerned with the location of the intermediary. All other factors were relevant to direct holdings which were disregarded in this convention.

Mr Struycken (Netherlands) said that one should put as a heading over article 6 "Farewell to *lex sitae*".

The Chair asked if there were any problems concerning article 6.

Mr Markus (Switzerland) suggested that perhaps there was a minor point to be discussed. He stated that if the factors of article 6 stood alone, they would not be a connecting factor under the convention. On the other hand, if these factors coincided with a connecting factor under article 4, this should not prohibit the connection. He reminded in this respect, that article 18 of the Jurisdiction Convention contained a black list. Perhaps a *chapeau* was needed here such as "no account should be taken of the following factors alone" or "of the factors alone" or "of the mere factors".

The Chair explained that this rule had come forth when the Commission discussed option B. They had feared that other places they wouldn't want to consider came into account. She wasn't sure this provision would still be necessary under option A.

Mr Morton (United Kingdom) said that in relation to the comments of the Swiss delegate, he had some misgivings about that suggestion. He said that no account should be taken of the factors when taken alone, yet some account could be taken when they were in conjunction with other factors. He added that nevertheless, no consideration should be taken at all of these factors, as option A+ solved the problem of finding the law. He had considered deleting the rule but had not made a decision either way.

Mr You (Korea) suggested putting into the *chapeau* of article 6 the terms "rules of this convention" such as the rules of article 4 and 5. He nevertheless thought that no purpose was being served with this rule.

Mr Devos (Belgium) supported the views of the British delegate that one should not touch article 6 as it stood. He considered that the black list still had its usefulness. None of the factors mentioned would be relevant for determining PRIMA.

Ms Zhou (China) wondered what the use of article 6 was.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) supported the view of the Belgian delegate that article 6 might serve a purpose. If all factors in article 6 pointed to a State, the judge would then say that it was an internal conflict.

Mr Burman (United States of America) explained that article 6 might not be necessary for the delegates present here, but it would be necessary for the users of the convention. He agreed that the heading of article 6 should be changed.

Mr Markus (Switzerland) said he was satisfied by the explanations given by the Chair and by the British delegate. He added that it might be necessary to indicate in the Explanatory Report that article 6 did not have a prohibitive function.

The Chair agreed that article 6 could have a pedagogic effect. She suggested going on to discuss Working Document No 16 submitted by the German delegation.

Article 5 – Working Document No 16

Mr Spink (Canada) asked for clarification on the need for this provision. He did not understand why the branch would not meet the requirements in article 4. He asked for explanations as to the meaning of the terms "office entered into the account agreement".

Mr Christmann (Germany) explained that the rationale behind the proposal was to try to cover party expectations. Delegates had expressed the fear that the fall-back rule would come too soon. He gave the following fact pattern: an intermediary and an account holder did not choose the law of the State where the industry was located. They would therefore not meet the reality test, and one would have to apply the fall-back rule. This fall-back rule would maintain the expectations of the parties to an account agreement.

Mr Spink (Canada) expressed his confusion as to when parties had agreed on a law presuming that it would meet the expectations of the convention, why would they then expect this choice to fail. He did not see where the reasonable party expectations were. He added that the ways of entering an account agreement could be dispersed: by mail, by telephone, by Internet. He found it therefore difficult to determine in which office the account agreement was entered.

Mr Christmann (Germany) said that the example on reasonable expectations was not a good example. He agreed that nobody would think about the fall-back rule from the beginning, but this fall-back rule was nearer the parties' reasonable expectations.

Procès-verbal/Minutes No 7

Mr Morton (United Kingdom) supported the substance of the proposal by the German delegation on a first fall-back rule. He expressed his concern about the fall-back test, because it could have a capricious effect and take parties to a law, which would not be one that had been considered. He said that this was perhaps the price to pay for legal certainty. Yet this convention should try to reduce the cost of legal certainty, which was what this proposal did. He considered that it were not necessary to have extensive factual enquiries to find the applicable law. It would be good to narrow the test: The branch through which the account had been agreed should be indicated in the account agreement. If this would appear in the agreement, there would be certainty. There would thus be a two-stage test: first a look for the governing laws, then for the branch through which the account agreement had been made. The only question that remained to be solved was: if there was a change in the branch after the agreement, should one stay with the original location? He concluded that in the absence of an option A choice, then there were clear expectations that it should be the law of the branch.

M. de Fontmichel (France) demande quelle est le lien entre l'idée exprimée par la proposition de la délégation allemande (Document de travail No 16), selon laquelle les rattachements subsidiaires doivent être en cascade dans le cas où il n'y a pas d'accord exprès sur la loi applicable, et l'article 4(3). Le fait d'ouvrir un compte dans la succursale de la Deutsche Bank à New York doit-il être considéré comme un élément permettant d'admettre un accord implicite au sens de l'article 4(3) ? Si tel devait être le cas, il est d'avis que la proposition de la délégation allemande ferait double emploi avec l'article 4(3).

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) expressed his support for the proposal of the German delegation. He also agreed with the remark made by the British delegate concerning the language used, and with the proposal of the French delegate to clear the link of the provision to article 4(3). He added that if this provision were included, it could only concern an office that could be chosen under article 4.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) also agreed with the proposal by the German delegation, yet this proposal would seem problematic in relation to option A+. He reminded that the *lex rei sitae* rule did not apply here, but only the freedom of the parties. He feared that the judges would use the default rule without taking into account the autonomy of the parties.

Ms Maas (EBF) also supported the proposal by the German delegation. She agreed it was necessary to have a fall-back rule that would keep to the jurisdiction the parties would expect to be applied and not to the jurisdiction of incorporation. She added that concerning Internet, article 5 could work as a cascade: if the client did not deal with a certain office, paragraph 1 would not apply. Besides, the proposal for article 5(1) would be based on the office through which the intermediary enters into the account agreement, while article 4(3) read "implied from the terms of the contract". However, the latter would not be the same as an agreement implied by the circumstances of the case. She added that it would be necessary to have wording within the fall-back rule, referring to the point in time when one determines the connecting factor: "at the time of the custody agreement or the agreement".

Mr Adensamer (Austria) supported the proposal by the German delegation because it would come nearer to the closest connection.

Mr Burman (United States of America) explained that they had worked with the German delegation on this proposal. He said it would be necessary to stay consistent with the purpose of the entire project: speed, clarity and cost saving. This economic test should underlie every provision of the convention. He added that this fall-back rule would meet such requirements of speed and certainty. He disagreed with the French delegate that one should limit the test to an express agreement and not extend it to an implied agreement. He thought that the test should only be a documentary one as this would not undermine the speed and certainty aimed for.

Mr Markus (Switzerland) stated that the proposal by the German delegation was interesting. He was not sure it would be difficult in practice to determine in which office the account agreement had been concluded, even if it had been concluded through Internet. He asked whether the fall-back rule in article 5(2) was necessary (article 5 in Preliminary Document No 15), because he could not think of a situation where the first paragraph of article 5 would not apply. He said that an account agreement was always connected through an office of the relevant intermediary and thus paragraph 1 could stand alone. He asked if the delegates should only consider cases when the office had been mentioned in the agreement. He nevertheless thought that this further step in the cascade would complicate matters. He agreed with the French delegate that article 4(3) would suffice in such cases.

Ms Rocks (EMTA) agreed with the Swiss delegate about the interpretation of this proposal that there would be no ways to go to fall-back rule No 2 unless the company had gone completely through Internet. She expressed her concern about introducing more cascades in a "look around approach".

Mr Christmann (Germany) responded to the comment by the Spanish delegate that a judge might disregard the primary rule because he was more used to the fall-back rule. He said that even if this were the case, the convention told the judge to look at the agreement and only if there was no agreement or if the agreement did not meet the test to use the fall-back rule. He also agreed with the United States and British delegates that the rule proposed should not need a whole lot of due diligence to find the office. The rule should be a swift rule. If this were not the case, one would use the second fall-back rule. He added that he preferred that the first fall-back rule would not lead to the place of incorporation but stay closer to the contract. He then referred to the remark of the French delegate that the office with whom the account holder entered an agreement might fall under article 4(3). The proposed rule made sure that even if it fell under article 4(3) the outcome would be the same.

Mrs Tuokila (Finland) did not want to take a position on article 5(1). She asked for clarification as to whether article 5(1) would apply in two cases: if there was an agreement but no choice of law rule; or if there was an agreement but it was not valid. She added that notwithstanding article 5(1) there still were cases when one would need the fall-back rule in paragraph 2. This would be the case when there was no agreement between the relevant intermediary and the investor. For example, in Finland there is no agreement between the national CSD and the investor. Thanks to paragraph 2, Finnish law would apply. Yet, paragraph 2 seemed confusing because it introduced a test similar to article 4(3) and article 20(3).

Mr Sussman (FMLG) said he preferred the current fall-back rule. He insisted that article 4(1) should be construed

as tight as possible so that one would not get into the fall-back rule. The fall-back rule should only apply in limited circumstances. He also agreed with the French and EMTA delegates that the terms in article 5(1) and article 4(3) were similar. Under article 4(1) one needed to have a governing law provision. Article 4(3) referred to the implied terms of the agreement, for example interacting with a particular branch. On the contrary, in article 5 it was necessary to imply this situation from something outside the document, which could be problematic because one was trying to determine what had happened, sometimes many years later.

Mr Merkel (EFMLG) supported the proposal by the German delegation.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) said that the Finnish delegate had explained the Scandinavian situation. He thus supported the proposal, but only if it was necessary to look at the account agreement.

Mr Morton (United Kingdom) said that perhaps for clarification purposes, the text could be reworded. For example, one could use the wording "if the applicable law was not determined under article 4 but it was clear on the face of the agreement that the account is held by . . . etc." He agreed with the remark of the French delegate that the existence of such a provision might be taken into account under article 4(3) to say that there is an implied choice of law. Yet if there were no implied choice of law, one would apply the fall-back rule.

Mr Minogue (Australia) said that one should bear in mind that the fall-back rule would only apply when something had gone wrong or when other persons had an interest that they wanted to press. He agreed that the fall-back rule should be a swift rule and that the Drafting Committee could reword it.

Mr Sigman (United States of America) said that he would have no objection shifting this factual test to a documentary test. This would thus alleviate many uncertainties. He remarked that the discussion had been lead so far in terms of bank branches. It would be necessary to come to the same solution for brokers or other industries. The rule should work well for all the industry. He added that as to the discussion on article 4(3) it was important to see the whole connection. One should recognise that it was a conclusive presumption, *i.e.*, if the parties entered into an agreement in a branch, it would lead to the law of that branch.

Ms Zhou (China) did not agree with the proposal submitted by the German delegation. She said that it was necessary to reconsider article 4(3) and article 5(2).

Mr Christmann (Germany) thanked all the delegates for the very fruitful debate.

The meeting was closed at 6.10 p.m.

Procès-verbal No 8

Minutes No 8

Séance du jeudi 5 décembre 2002 (après-midi)

Meeting of Thursday 5 December 2002 (afternoon)

La séance est ouverte à 10 h 00 sous la présidence de Madame Stefania Bariatti (Italie).

Article 4(3)

The Chair began by thanking the President of the Nineteenth Diplomatic Session for the wonderful reception held the previous evening, which was thoroughly enjoyable. She recalled that the previous day they had begun discussing article 4(3) in relation to the fall-back rule. She remarked that they should continue to consider this in order to ascertain the general feeling on the subject and to place some options on the table for the Drafting Committee to consider as they look at the fall-back rule. She invited the Chairman of the Drafting Committee to introduce the subject.

The Chairman of the Drafting Committee explained that at that time, the effect of article 4(3) was that the choice of law in the account agreement did not need to be express but it may be implied from the terms of the contract considered as a whole. He recalled that there had been some question as to whether this meant that the implication could be found from the whole of the circumstances surrounding the agreement between the parties, however explained that it was in fact limited to the terms of the contract.

The Chair asked whether there were any interventions.

Mr Burman (United States of America) stated that the United States delegation had found the discussion of the day before illuminating. He noted that in discussing the fallback rule there had been somewhat more of a focus on the need to achieve speed and certainty and that it was important to ensure that this was not lost in article 4(3). He remarked that everyone had agreed on what should be achieved but that the issue should be given to the Drafting Committee to ensure that the implication can be found by looking at the face of the document only. He emphasised that it needed to be clear that there would not be a general enquiry into the circumstances of the case. He remarked that this would be a substantial improvement in providing certainty. He stressed that it is uncertainty which drives credit value down and therefore the Drafting Committee should constrain the examination to that which the majority had previously agreed to. He remarked that at the next level, they should consider excluding the word "implied" or even, in light of the direction that was being taken with article 5, consider deleting article 4(3) entirely. In his view, deleting article 4(3) would produce the greatest certainty. He stated that another alternative would be to exclude the word "implied", because from his experience, when

approaching industry participants with the draft convention, that was what created the most difficulty in obtaining their support. He suggested that at least the term "implied" be deleted to make the convention more credit worthy.

The Chair expressed concern that the deletion of article 4(3) would require the law determined by PRIMA to decide how the agreement should be expressed. She explained that it seemed better to state at least how the agreement should be made.

Mr Sigman (United States of America) explained that it would be better to use the term "express" elsewhere in article 4(1) and to require an express identification of the branch referred to in article 5(1). He pointed out that this could be done without article 4(3).

The Chair clarified that in suggesting article 4(3) be deleted, Mr Sigman was not proposing that the term "express" be lost.

Mr Sigman (United States of America) confirmed that he was definitely not suggesting that the term "express" be lost.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) stressed the importance of avoiding the inclusion of open rules and explained that the best way to do so was to eliminate the term "implied". He noted that the Spanish delegation would be satisfied with placing the term "express" either in article 4(1) or 4(3).

Ms Rocks (EMTA) recalled that during the discussion the previous day, there had been movement towards article 5(1) covering what article 4(3) was intended to cover. She recalled the concern that a judge may want to use article 4(3) to maintain local law as the applicable law. Ms Rocks explained that a contract containing no choice of law clause might be viewed as a proxy for agreement as to local law. She pointed out that merging the new proposed fall-back rule to take the place of the semi-open ended concept of article 4(3) would be very helpful. She emphasised that there were many expressions of concern regarding the uncertainty encompassed by article 4(3) and noted that people wanted to be able to move swiftly from article 4(1) to a clear fall-back rule. Ms Rocks recalled that ACSDA had considered one way to make the determination, which was to look at the signature block on the contract. She noted that she was aware that such a method may not apply equally well in all jurisdictions because not all have the concept of a semi-legal entity. She concluded that combining article 4(3) into a fall-back rule, limited to express, and connected explicitly to the written agreement, would create more certainty.

Ms Weinberg de Roca (Argentina) expressed support for the comments made by the United States and Spanish delegations, with the exception of the suggestion that judges might prefer to go quickly to the fall-back rule rather than looking for an implied agreement.

Mr Struycken (Netherlands) recalled the importance of the history of the provision. In particular, he pointed out that the aim of the discussion was to exclude the hypothetical choice, *i.e.*, to exclude the possibility that a court may determine that if the parties had thought about the question of choice of law, they would have chosen a particular jurisdiction. He explained that this kind of rule, copied from the Rome Convention, although important in that context, was not necessarily required here. He stressed the need to be aware of the history of the provision when considering altering it. He noted that in this light, deletion makes sense because if the general feel is that hypotheticals are not acceptable in this convention, then the policy should indeed be changed. He concluded that although the rule itself made sense, in this kind of convention there was no need for hypotheticals because the aim was to have a rule to provide a specific choice of law rule as a fall-back. He emphasised that what was required was to be aware of what they were changing.

Mr Morton (United Kingdom) noted that it would be difficult to find a conclusion on article 4(3) until there was conclusion as to what article 5(1) should incorporate. He expressed concern for the idea that if parties failed to make an express choice of law, then what could be clearly implied from the express terms of the agreement would simply be excluded. He recommended caution in allowing a less reliable alternative than what could be derived from the terms.

The Chair agreed but explained that the idea was to give input to the Drafting Committee as to how far the Commission wanted to go with article 5(1).

Mr Spink (Canada) expressed support for the elimination of article 4(3). He pointed out that the current drafting allowed for the dangerous interpretation that where there was no express agreement, then the agreement must be implied. He agreed with the delegate from Spain that it would be best to remove the open-ended aspects in this convention. He suggested that the new rule proposed for article 5(1) with the requirement of express built into article 4(1) would provide a circumscribed choice of law, subject to the reality test which would be workable. He expressed preference for the first fall-back rule to be the very clear and easily ascertained place of incorporation.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) expressed support for the idea that the word "implied" could rather be expressed through the new fall-back rule. He explained that focusing on a clear statement of what is explicitly stated in the agreement could be justified by pointing out the policy behind the convention, which demands predictability. He stated that this could be provided by the new fall-back rule.

Ms Maas (EBF) expressed support for the comments of the Dutch delegation. She reiterated that what should be kept in mind was the origin of the rule they were discussing. She explained that it would be necessary to have a means of interpretation for the agreement and therefore recommended not to delete article 4(3). In relation to the new proposed fall-back rule, she referred to the comments from the EMTA delegate and warned that looking at a particular part of the agreement alone would be too strict.

Mr Ding (China) expressed support for elimination of the word "implied" in order to guarantee certainty and remove the confusion regarding article 20 that had been discussed on a previous day.

Mr Markus (Switzerland) pointed out that for safety reasons he would prefer to keep article 4(3). He explained that its elimination would lead to the consequence that the choice of law did not come from the express terms of the agreement. In relation to deleting the term "implied", he referred to the comments of the Chairman of the Drafting Committee who had pointed out that it was obvious that if the implied agreement did not suffice, article 5(1) would apply sooner and the fall-back rule would be used more often. Mr Markus noted that the new proposal for the fallback had its own problems and was not as easily

determinable. He stated a preference for the term "implied" to the new proposed fall-back rule, but pointed out that there needed to be a decision on the fall-back before he could agree to giving up the term "implied". He agreed that the word does bring difficulties and poses problems because of its lack of certainty.

The Chair clarified that what was being said was a reaction to the comments of the United States delegation concerning the deletion of article 4(3). She understood that the term "express" would be retained elsewhere. She stated that this satisfied her concern that they should not delete how the choice of law should be expressed.

Mr Sigman (United States of America) pointed out that what was being discussed was not the two people party to the account agreement, which would usually be in standard form, well drafted, and in line with the convention after its entry into force. He stated that one could rely on banks, lawyers and others to express themselves adequately and that the values of certainty outweighed the need to investigate hypotheticals. He recognised that professionals do not always do things perfectly and that something needed to be done which would provide the maximum value, *i.e.*, efficient certainty.

Mr Morton (United Kingdom) referred to the concern of the Canadian delegate that the existing article 4(3) would compel a judge to imply that the express choice of governing law was not intended to apply to proprietary aspects. He stated that although this was an unlikely effect, the draft should be altered to remove any concern. He agreed with the United States delegate that the majority of cases would be dealt with by experienced parties who would ensure the choice was made express. However, he drew the opposite conclusion from the fact that the aim is not to protect the well advised, but to do justice where those advantages were absent. He pointed out that the removal of article 4(3) would force a judge to take an approach which was not related to the circumstances of the case.

Mr Reuschle (Germany) pointed out that article 4(3) stated that the "agreement" referred to in article 4(1) must be express or implied. He commented that this wording was ambiguous because it was not the wording but the choice of law that needed to be express. He agreed that there was a need for greater certainty and therefore that the choice of law referred to in article 4(1) must be express or implied, *i.e.*, in line with the wording of Article 3 of the Rome Convention, and that this would give greater certainty.

The Chair recalled that this point had been made previously, and that there was already awareness article 4(3) refers to the choice of law in article 4(1) and needed clarification.

Mr Sigman (United States of America) emphasised that the agreement in article 4(3) referred to the agreement on the choice of law.

The Chair acknowledged that the Drafting Committee knew already to which agreement they needed to refer.

Mr Wiener (United States of America) stressed the need to ensure that if the new proposed fall-back rule were retained, it should mirror the speed and efficiency of the current article 5(1). He set out a hypothetical which, like most hypotheticals would be highly unlikely, but demonstrates the uncertainty of looking at which branch entered into the account agreement to determine the choice of applicable law. He gave the example of an account agreement with no express choice of governing law, transmitted by cover letter from XYZ Co located in New Jersey, with a notice provision giving the XYZ Co London address, a signature of XYZ Co incorporated in France, but signed in Denmark, indicating that services would be rendered by the Lisbon branch and with a footer naming the XYZ Co Milan branch. He pointed out that obviously the certainty of which branch concluded the agreement was not there and that the due diligence involved would be excessive. He admitted that some agreements were short, but that some include various rules of procedure which can be over 2700 pages long. He stated that one would need to go through the whole agreement to draw the legal conclusion as to which was the indicated branch. He stressed the necessity of finding certainty and avoiding unnecessary cost. He suggested following the reference by EMTA to the ACSDA letter of 2001 which proposed that the fall-back be the place indicated in the signature block. He acknowledged that this was not perfect, but that looking for perfection was sometimes the enemy of the good. He stressed that if it were decided that the choice should be reflected in the agreement rather than the place of incorporation, then this alternative would be the fastest and lead to the greatest certainty.

Mr Minogue (Australia) noted that there seemed to be opposing views but that they were in fact not particularly far apart. He stated that to give the best certainty would be to give effect to the agreement of the parties. He agreed with the British and Canadian delegations that removing reference to implied terms was counter-intuitive. He pointed out that this would lead more often to the arbitrary result of the fall-back rule, however chosen, and that he thought the aim would be to not get to that point too quickly. He also noted that the court does not imply what it deems the parties would have agreed but what it deems the parties did indeed agree but failed to state expressly. He concluded that the fall-back is a matter of inference and not necessarily the agreement of the parties.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) referred to the discussion regarding contracts and the Rome Convention. He reminded the plenary that a convention concerning third party relationships warrants a different solution. He explained that the Rome Convention was concerned specifically with the contractual relationship between the parties to an agreement, but the focus was different for this convention. He stated that third parties should be able to rely on an objective fact and therefore favoured the deletion of "implied" as this made the most sense if the new fall-back rule were used. He pointed out that the right language could indeed be found. He reiterated that it should be kept in mind that this convention was not being designed to deal with a contractual relationship.

Ms Maas (EBF) thanked the United States delegate for his example. She stated, however, that the practical effect of referring only to the signature block was that there could be no implied agreement. She supported the comments of the Australian delegate indicating that the ultimate aim of allowing the implied choice was to give effect, as far as possible, to the agreement of the parties.

Ms Weinberg de Roca (Argentina) recalled that in 1994, when drafting the Inter-American Treaty on Contracts, the drafters had looked at the Rome Convention and had wanted the words "express or implied" to be included. She remembered that during those negotiations, the Mexican delegate had argued that this would not be problematic for most States but that Mexico had a "big neighbour" and if a choice of law were implied, this would usually be done by a United States court which would mean the choice

Procès-verbal/Minutes No 8

would always be the United States. She pointed out that in the context of the Rome Convention, the reference to express or implied was less significant. She concluded that it was not in the interest of this convention to insist on retaining the possibility of an implied agreement because they did not know to where this would lead.

Mr Wetzler (Argentina) emphasised the danger and risk of retaining the possibility of an implied choice. He said that from a technical point of view everything should be required to be express.

Ms Rocks (EMTA) stated that the comments being made seemed to be the result of interplay between the interventions of the United States and Danish delegates. She expressed her concern that the point of the convention was to limit enquiry into any agreement made by the parties. She agreed with the Danish delegate that deleting the term "implied" would not eliminate the implication but limit it to what was easily determinable from the terms of the agreement.

The Chairman of the Drafting Committee emphasised that article 4(3) was limited not to what could be implied generally from the situation, but to what could be implied specifically from the terms of the contract considered as a whole. He put forward the situation where it was abundantly clear that the agreement pointed to the law of State X, only the parties did not expressly state this. He questioned the sense in completely rejecting that and instead applying the law of State Y where the agreement was concluded. He pointed out that this would be a peculiar result, which gives preference to certain specific terms in the agreement over all the other terms.

Mr Morton (United Kingdom) acknowledged the correction by the EMTA delegate suggesting that the choice would not be "implied" from the case as a whole but from the terms of the agreement. He agreed with the Chairman of the Drafting Committee that the current wording invited the possibility of ignoring the terms of the contract and this should not be permitted.

Mr Burman (United States of America) commented that many people felt that the purpose of the convention was to provide speed and efficiency to capital markets. He stated that no matter how one interpreted article 4(3), it would always draw criticism because it was uncertain and would lead to costly legal examinations, precisely what the convention was to avoid. He stressed the need for certainty for the industry because of its importance to transactional value. He concluded that uncertainty undermines that purpose.

Mr Sigman (United States of America) pointed out that to serve justice in a particular case would be to reach the perfect result of the true intention of the parties. He noted that this was an admirable goal, but asked at what price it should be sought. He stressed that this does not take account of the real issue. Mr Sigman then gave the example of where there is no governing law clause in the account agreement. He explained, however, that the real issue arose where the parties have expressly made a choice, but the judge looks at all the circumstances and casts doubt as to whether that was their true intention. He stressed the need to give more effect to what parties have agreed. He agreed with the statement of the Danish delegate that not only the interests of the two parties to the agreement were concerned. He emphasised that what was being altered was the law applying to third party interests, not the contractual relationship between the parties to the agreement, which is dealt with by the Rome Convention. He stressed that by removing the term "implied" they were in no way damaging that relationship, rather they were concerned with third parties.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) pointed out that article 4(1) required that the parties do their homework, so to speak, and choose the law. He stated that if they do not choose the law, then third parties and courts would have to do it. He referred to the comment made by the Argentinean delegate that some jurisdictions imply agreements in different ways and therefore for this international convention, an express agreement should be preferred. He concluded that some intermediaries do in fact want the determination of the law applicable to go directly to the place of incorporation, but with the possibility of implying the agreement, they would not be certain.

Mr Ding (China) agreed with the Danish delegate. He emphasised that this was a proprietary convention. He reiterated that in a contractual context, one should seek to give effect to the parties' intention, but this was a proprietary context, dealing with third parties for whom it would be impossible to determine the intention of the parties to the agreement. He agreed with the Argentinean and Spanish delegates that different jurisdictions would imply the choice differently. He stressed that no-one would be in a position to know the applicable law until the question went to a court and therefore the Commission should think very carefully about whether implied terms should be allowed. He also emphasised the need for a clear and easy formulation to apply the fall-back rule.

Mr Kanda (Japan) stated that this was a very difficult question and he fully agreed with the United States delegate. He light-heartedly pointed out that there were different cultures and different traditions in "strange" countries (like Japan) where professional people were often intentionally silent in their contracts, for example, when the parties want Japanese law to apply and express this through silence. He explained that the true issue was that in some jurisdictions, judges are extremely instrumental for interpreting agreements and in other jurisdictions they are not.

Mr Hayakawa (Japan) stressed that the term "implied" was very important to the Japanese delegation, but that article 4(3) was imperfect because of its drafting. He concluded that it was important to retain the term "implied" to prevent applying the fall-back rule.

Ms Lundqvist (Sweden) agreed with the delegations which felt it would be wise to remove the term "implied". She referred specifically to the remarks of the Danish and United States delegations that what they were most in favour of was clarity and certainty. She concluded that she was therefore in favour of a clear article 4(1) followed by a fall-back rule with nothing in between. She explained that the term "implied" could be misused in litigation and would negatively affect what had been achieved with article 4(1). She explained that it would be easy for the parties to state their choice expressly.

Mr Morton (United Kingdom) agreed with the position of the Japanese delegation. He responded to the comment by Mr Sigman that there was a risk that judges might ignore the express words and instead infer the choice by implication. He stated that this had already been considered and that the provision was drafted to ensure that there was no question of an implied agreement where there was an express choice. He agreed that when considering the importance of the terms of a contract, there was indeed a distinction between focusing on third parties and contractual relationships. However he pointed out that

those third parties might have looked at the terms of the contract and relied on them. He also agreed with the comment by Mr Burman that the aim was to achieve certainty. However, he pointed out that Option A+ for article 4(1) had achieved that. He stated that parties who had not made an effort to provide a choice of law clause perhaps did not deserve such a clear legal opinion.

Mrs Rocha (Portugal) agreed with Mr Morton. She gave the Portuguese delegation's view that the term "implied" should be kept. She stated that without the term "implied" it would be asking parties to use "magic words", which was not the aim of the convention. She stated that certainty was achieved by article 5. Mrs Rocha also said that if they were speaking about third parties, they could consider changing the words in article 4(3) to "clearly implied".

Ms Correia (Portugal) noted the drafting problem which still needed to be dealt with in article 4(3) of whether it referred to the choice of law as to the contractual aspects or the proprietary aspects, because article 4(1) now contained two different agreements.

The Chair responded that this was not the issue and that the Drafting Committee was well aware of that problem.

Ms Correia (Portugal) replied that she simply wanted to be clear as she thought that question had not been answered yet. She stated that certainty could be achieved by article 4 and that it could be implied from the clear will of the parties. She concluded that retaining the term "implied" would not undermine certainty.

Ms Rocks (EMTA) recalled the references to the expectation of the parties and agreed that what was in fact being discussed were third party rights. The easiest way to avoid uncertainty would be to have a very clear rule, that the applicable law is the choice of governing law and where there is no such choice, to go to the place of incorporation. She expressed an understanding that from the discussion it was clear that this would probably not be the fall-back rule chosen and that there needed to be a reality check. She also stressed the need to limit unclear factors.

Mr Schröder (European Community-Commission) supported the objective of legal certainty and stressed that it would be beneficial to find a community position on this issue.

The Chair reminded the delegates that article 4(3) was being discussed because of its relationship with article 5(1) and that they sought input for the Drafting Committee so that they would know in advance when looking at article 5(1) what the desire was. She explained that this discussion would not lead to a formal decision on article 4(3) as they did not yet know what would be in article 5(1). She emphasised in relation to any competency concerns that delegations were simply being asked to express their views. She offered a further problem for consideration. She took the example of a case where the parties did not choose the law applicable to the contract but had indeed chosen the law of State X to apply to proprietary aspects, or the terms of the contract pointed to the law of State X for proprietary aspects. She went on to say that assuming that choice did not satisfy the requirements as to the choice of law for contractual issues, the situation could arise where the law applicable to the contract was not determined by the will of the parties. She noted that one might think that such a choice, which complies with the convention but not with the contractual requirements would be rare, nevertheless, she was putting it on the table for it to be considered.

Mr Wetzler (Argentina) stated that examples are most helpful in such a discussion as to choice of law. He relayed his experience of giving legal counsel to the Argentinean Central Bank regarding their contracts. He recalled that in all of those contracts they had expressly chosen the law applicable, but that considerable problems did arise when this was sometimes forgotten to be written into the contract. He stated that because of this experience, he was convinced of the need to have a choice of law which is express. Mr Wetzler concluded that with all due respect to all the judges of the world, it would still be best to have an express choice of law and that nothing be implied.

Ms Hansen (United States of America) responded to the last intervention made by the British delegation that article 4(3) was adequate to provide that where there is an express choice, there could be no question of what was implied. She gave an example to illustrate why, so long as implied choices were included, that this was not the case. She said that article 4(1) allowed parties to choose a different law to apply to contractual and proprietary issues. She put forward the situation where there was an express choice of governing law intended to apply to proprietary issues but looking at the terms of the agreement, it might appear that there was an implied choice different to the express choice for the contractual aspects. She warned that this was very dangerous for a convention where what was sought was certainty and the prevention of second-guessing. She concluded that this would only be achieved if they insisted on an express choice.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) emphasised the cultural relativity of implications, stressing that there were different behaviours in different States which would mean different things. He pointed out that if what was wanted was a uniform rule for third party rights then they needed to require that the choice be express. He referred to the example given by the Chairman of the Drafting Committee and pointed out that in any case there would be two lawyers defending two different positions to prove assumptions and therefore it would be better to allow only for express choices.

Ms Sekhar Naik (Malaysia) agreed with the concern surrounding the term "implied" but agreed with the delegations of the United Kingdom, Japan and Australia. She stated that the implied case would only take effect where there was no express agreement and that it would not be composed from terms which did not exist. She said they must limit themselves to that.

Mrs Tuokila (Finland) stated that contrary to the view of the Malaysian delegate, article 4(1) should be drafted in such a way that one would first see if there was an express agreement, then see if there was an implicit agreement and only after that ask whether there was another law applicable to proprietary aspects. She questioned whether that was what people would want and asked what this meant in relation to future agreements.

Mr Morton (United Kingdom) referred to the point made by the United States delegate. He stated that so far, article 4(3) had only been discussed in relation to one of the agreements and that under Option A+, article 4(1) now contained two potential agreements. He agreed with the concern of the United States delegate in relation to implying the second agreement, *i.e.*, that an agreement specifically regarding proprietary aspects should be express. He clarified this point of view so as to avoid any inconsistency. Regarding the second agreement, he explained that the structure of article 4(1) presupposed that the parties would directly focus their minds to the proprietary issues and

Procès-verbal/Minutes No 8

that this was a novel concept. He emphasised however, that the notion of finding an implied contractual governing law was one of the oldest and most familiar private international law exercises. Therefore, he concluded that they should feel comfortable allowing such an exercise under this convention. He reiterated, however, that the notion of an agreement as to the choice of proprietary law was too new and too unpredictable to allow it to be implied.

The Chairman of the Drafting Committee commented that concern that parties might find themselves subjected to a contractual choice of law they had not wanted was outside the scope of the convention. He agreed with what the United States delegation pointed out, that one might not need to allow an implied choice of law applicable to proprietary issues.

Mr Devos (Belgium) stated that, hoping the European Commission did not mind his taking the floor, he had initially been silent due to a desire to co-ordinate a common position, but also because he was not so concerned with this issue as it was a debate which was very typical when different legal systems meet. He recalled that two years ago they had had the same discussion regarding "express / implied" and that article 4(3) was introduced and now the conversation had been regenerated by the adoption of Option A+ and the fall-back discussion. He explained that in the context of article 4(1), there was a possibility of having two different laws applicable to contractual and proprietary issues. He explained that this could only work if there was an explicit choice of law. He expressed the view that a judge would not deviate from terms without interpreting them wrongly. He concluded that he could accept the current test, or a requirement that it be express, or even the removal of article 4(3) altogether.

The Chair suggested ending this discussion and addressing another issue as the Drafting Committee now had a lot of material from which to draw.

Mr Löber (ECB) pointed out an additional aspect, that although it was true that the discussions went far back, one reason for including article 4(3) in the convention had been to avoid the need for "magic words" and he questioned whether that was no longer valid.

The Chair agreed that this was something which needed to be addressed because article 4(3) had been drafted when they were concerned with other options for article 4(1). She reiterated that this was because the choice referred to in article 4(3) was now different and this is why the issue was raised again.

M. de Fontmichel (France) souhaite associer la délégation française aux commentaires de la délégation du Royaume-Uni. Il précise que si la pratique judiciaire quant à la détermination de la loi implicite en matière contractuelle est connue, il n'existe, en revanche, aucune jurisprudence concernant la détermination de la loi implicite applicable aux aspects réels. Ce manque de certitude l'amène à croie que la convention devrait se limiter à un accord express des parties.

M. Béraud (France) souhaite ajouter aux propos de M. de Fontmichel à l'effet que le maintien de l'article 4(3) présente le risque que le juge applique la liste blanche aux fins de détermination de la loi implicite. Or il rappelle que la liste blanche est initialement conçue pour permettre la vérification de la pertinence de la loi applicable. En outre, le juge aurait alors à définir ce qu'est la tenue de compte. Pour toutes ces raisons, M. Béraud pense qu'il serait préférable de se référer à un accord exprès.

Mr Amaral (Brazil) recalled that article 4(1) was an attempt to find a compromise between party freedom and objective reality. He indicated the view that it need not be implied because there is already a fall-back rule and it seems unnecessary to have another fall-back rule which is negative and would probably lead to the costly analysis of the terms of the contract.

Mr Markus (Switzerland) remarked that the Swiss delegation had been carefully listening to the conversation but had reserved their position until now. He commented that there should not be an "implied" option in article 4(3) for all the reasons already expounded. He recalled the Danish delegate's very important intervention that pointed out that this was not a "normal" agreement. He emphasised that this was an agreement between two parties which would affect a third party and that it therefore did not need to really find, to the same extent, the true will of the parties. He reiterated that this convention was not dealing with contractual questions as such, rather it was simply trying to give clarity and certainty, and therefore it would be preferable to rely only on express agreements. He recalled the warning that if article 4(3) only allows express agreements then the fall-back rule would need to be applied more often. However, he said that with the new proposal by the German delegation, including the term "implied" would have the result of a cascade of fall-back rules and that they should not seek to have a fourth fall-back rule, which would render the whole exercise pointless.

Mr Wiener (United States of America) expressed support for the comments of the delegates from Sweden, Brazil, France and the substantial majority who had expressed the desire to have an express, rather than an implied choice and to use a fall-back rule along the lines of the signature block. He stated that this would bring back the certainty of the lex rei sitae rule prior to the dematerialisation of the holding pattern of securities. He pointed out that there were many different legal backgrounds impacting on the discussion and recalled the fable of the blind men and the elephant. When asked what an elephant is like, the blind man which held the tail replied that it was like a rope. The blind man against the trunk replied it was like a water hose and the blind man against the legs responded that it was like a wall. He said that like the blind men, they all come from different backgrounds. He recalled that his previous Professor, Professor Reitz, present in the meeting, had never taught him anything which did not involve an interesting case. He stated that now as an industry member, he did not want an interesting case. He wanted to be able to ask a clerk to go through thousands of contracts and come up with a certain answer as to what law applies to them. Therefore if the proposal of the German delegation referring to the branch was chosen as a fall-back, this would be tendering to lengthy and costly litigation. He referred to the point made by the Spanish delegate, that different cultures interpret things differently. He concluded that it was precisely in these cross-border situations that it would be most helpful to insist on an express choice.

Article 11

The Chair thanked Mr Wiener for summarising in such wonderful words what she herself could never have done so eloquently. She suggested leaving this issue to the Drafting Committee and proposed the discussion now begin on Multi-unit States – article 11. She pointed out that the relevant documents were Preliminary Document No 15 which contained two options, as well as the options in its appendix and Working Document No 15 from the United States delegation regarding article 11.

Mr Bernasconi (First Secretary) explained that rather than recalling the long history of the many twisted drafts of article 11, it would be better to begin with a fresh look at article 11 in light of the article 4 option which had been chosen. First, he emphasised that the Permanent Bureau would prefer to keep article 11(1) as contained in Preliminary Document No 15. He explained that under that provision, the parties would be able to select the law of one territorial unit, so long as the reality test is satisfied by an office somewhere within the whole Multi-unit State. He noted that when discussing Option B of article 4(1), there had been reference to the need for internal conflict of law rules and that is why there had been a need for the declaration mechanism provided in article 11(2). He pointed out that article 11(2) could now be deleted but drew the attention of the plenary to the possibility of how this would work in practice. He gave the example of two parties agreeing on the law of Quebec as the governing law, which was not a valid choice under article 4(1) due to a declaration made under article 11(4). The fall-back points to the law of Ontario where the intermediary was incorporated. He explained that without the article 11(2) declaration, the fall-back rule applies and there would be no possibility to be removed to Quebec as the internal conflict of laws rules would not take effect. Mr Bernasconi pointed out that article 11(3) could also be deleted. He continued that for now, article 11(4) should remain on the table as it would give Multi-unit States the possibility to qualify the reality test, such that it would only apply if the relevant intermediary was located in the particular territorial unit. Under such a declaration it would not be enough to simply have an office somewhere within the entire Multi-unit State.

Mr Rogers (United States of America) thanked the First Secretary for the very clear explanation of the issues and expressed his appreciation to all delegates for working through the Multi-unit State issues which were not particularly relevant to everyone. He acknowledged that there had been many complex versions of the provision and, as the First Secretary pointed out, the adoption of Option A+ in article 4(1) had allowed it to be greatly simplified. He recalled there had been versions which required internal conflict rules and versions which had permitted internal conflict rules if a declaration was made, all of which required lengthy drafting. He explained that now it was possible to have a very simple version and referred the Commission to page 361 of Preliminary Document No 18, which had been reproduced in Working Document No 15, which, according to him, was all that was required to deal with the issue. He explained that the key point in Working Document No 15 was article 11(1), which explained that a reference to State meant territorial unit in article 4(1), but in reference to the reality test, it meant Multi-unit State and that this solved that issue. He went on to say that the other issue of extreme importance to his delegation and anyone dealing with his country was the question of whether the substantive law is split between State and Federal competence. He emphasised that it was very important that reference to any United States law included the applicable aspects of Federal law. He stressed that this was something which could not be left to implication as the stakes were simply too high. He concluded that this was why Working Document No 15 includes article 11(2) which provides that in applying the convention, "the law in force on a unit of a Multi-unit State includes both the law of that unit and, to the extent applicable in that unit, the law of the Multi-unit State itself". Therefore any Federal law that would be applicable in that State would also be applied and this solution could solve this major problem. He thanked the group for their patience in working through these problems.

Mr Bernasconi (First Secretary) further explained the possible consequence of deleting article 11(3) as, *e.g.*, in a situation where the parties select the law of the United Kingdom and there is in fact no United Kingdom law, one would end up with the fall-back.

The Chairman of the Drafting Committee expressed his support for the proposal which was very clear and necessary. He agreed that it was not necessary to provide for cases where the parties selected the law, *e.g.*, of the United States of America, without specifying a particular unit. He suggested that such parties did not really deserve much sympathy. He expressed the view that States should be allowed to make a declaration under article 4 to require an office within the particular territorial unit.

Mr Spink (Canada) expressed gratitude to the United States delegation for Working Document No 15 and fully supported the comments of the United States and British delegates. He also fully agreed with the possibility of an article 11(4) declaration, but that deletion of it would be acceptable to the Canadian declaration. He thanked the other delegates and the First Secretary in particular, for articulating the specific problem in Canada and that in that regard, stressed that he would prefer to keep the old article 11(2) declaration. He explained that this way, under the example provided by the First Secretary, the internal choice of law would point back to Quebec. He supported the new proposal but stressed that the Canadian delegation wanted the possibility of this result being triggered by an article 11(2) declaration.

The Chair pointed out that article 11(2) had been drafted with Options A and B in mind and clarified that it was to the article 11(2)(b) declaration that the Canadian delegate was referring.

Mr Minogue (Australia) thanked the United States delegation for Working Document No 15 and agreed that it would apply well to the Australian situation.

The Chair asked the Australian delegate whether he was referring to article 11(4) or the article 11(2)(b) declaration.

Mr Minogue (Australia) replied that neither article 11(4) nor article 11(2)(b) was an issue for Australia and that he would be able to accept either if other delegations so desired. He emphasised that this had always been a relatively benign issue for Australia.

Mr Ding (China) expressed support for the United States proposal and stated no objection to the article 11(2) and article 11(4) declarations.

Ms Maas (EBF) appreciated the possibility of deleting article 11(2) because from a practical point of view, it was another step required in finding the applicable law. She also expressed support for the deletion of article 11(4) as such a possibility would also require another step in ascertaining whether there was a declaration and finding the applicable law.

M. Filippini (Communauté européenne-Commission) remercie les délégués pour la simplification apportée par les propositions avancées relatives à l'article 11. En outre, il précise que la déclaration ne semble pas contraire à cette simplification. Sous réserve d'un éclairage de la Commission européenne, il conclut que l'article 11 tel qu'il a été proposé par la délégation américaine ainsi que la déclaration lui paraissent satisfaisants.

Procès-verbal/Minutes No 8

The Chair sought clarification as to which declaration Mr Filippini was referring to.

M. Filippini (Communauté européenne-Commission) répond qu'il s'agit de la déclaration de l'article 11(4).

Mr Rogers (United States of America) stated that they would support the Canadian delegation to accommodate their requirements.

Mr Christmann (Germany) pointed out that Option A+ had been catchy for them because it allowed the possible deletion of all sorts of complex declaration mechanisms. He asked whether it was now possible to deal with these issues in another way rather than reintroduce these declaration mechanisms all over again.

The Chair asked whether the German delegation had a problem with article 11(2)(b).

Mr Garcimartín Alférez (Spain) disagreed with the German delegate. However he questioned whether it was possible that the point of the United States delegation in the proposed article 11(2) be clarified in the Explanatory Report as it may otherwise be difficult to understand.

Mr Bernasconi (First Secretary) sought to clarify one point regarding the German delegate's reference to the benefits of Option A+. He explained that under that Option, it was possible to dispose of the declaration that would be most common, *i.e.*, the article 11(1)(a) declaration and that the inclusion of article 11(2)(b) did not risk that. He suggested that this be kept in mind during the discussions.

The Chair asked the European Commission whether this could now go to the Drafting Committee.

M. Filippini (Communauté européenne-Commission) répond que la Commission européenne exprime une réserve dans l'attente d'une proposition émanant du Comité de rédaction.

Article 9

The Chair concluded the discussion on article 11 and said that it would now go to the Drafting Committee. She was concerned that the agenda for that day had not been addressed, *i.e.*, articles 8, 9 and 10. She wondered what could be discussed in ten minutes and suggested starting with article 9. She asked if there were any formal objections. She acknowledged that there was a mechanical correction which had been discussed in relation to other parts of the drafting, but as there were no formal comments in relation to article 9, she began the discussion on article 10 – Public Policy and Internationally Mandatory Rules.

Article 10

The Chairman of the Drafting Committee explained that article 10(1) is meant to discourage the use of reference to public policy rules of the forum to disapply the rules under the convention. He explained that article 10(2) dealt with simple mandatory rules, not simply regarding party agreement but also other situations where laws of the forum apply irrespective of the PRIMA law. He explained that article 10(2) was not to displace the PRIMA law, which would remain valid, but only that it would be subject to mandatory laws of the forum. He emphasised that this would apply where the choice of law was valid but in applying it, the court would do so subject to the mandatory laws of the forum. He continued that article 10(3) made clear that public policy rules of the forum could not be used to override rules of the PRIMA law regarding perfection requirements or priorities, unless of course it was the same law and therefore article 10(2) would operate. He emphasised that this was also the case for insolvency and that the perfection requirements of the insolvency law should not be applied.

Mr Bernasconi (First Secretary) thanked the Chairman of the Drafting Committee for the very clear introductory remarks to be kept on record. He explained in relation to article 10(2) that it intentionally did not refer to international mandatory rules of third States. He emphasised that a judge was not permitted to take these into account where there had been a valid selection of the law.

Mr Bazinas (UNCITRAL) expressed gratitude for the explanations by the Chairman of the Drafting Committee and the First Secretary. He noted that article 10 seemed identical to the *United Nations Convention on the Assignment of Receivables in International Trade.* He pointed out that the intention of the UN Convention was that the law applicable would not be displaced by laws of the forum but that it made a clear exception for cases of insolvency. He gave the example of a secured party with priority under the UN Convention but under one rule of the forum, employees would have priority. He asked how this matter was addressed under article 10(3).

The Chairman of the Drafting Committee explained that the sole effect of article 10(3) was to avoid disturbance of pre-insolvency priorities and that article 7 makes clear how priorities should be dealt with when insolvency occurs, *i.e.*, nothing affects the rules of ranking of claims, avoidance and enforcement of rights in insolvency. Thus, he stressed that this employee entitlement rule would be operative. He emphasised, however, that one could not use insolvency laws to upset pre-insolvency priorities.

Mr Devos (Belgium) noted that in light of the question raised by the UNCITRAL delegate, it seemed that article 7(2) was certainly required.

The Chair suggested that article 10 should now be left with the Drafting Committee.

Mr Struycken (Netherlands) recalled that the First Secretary had drawn attention to the fact that article 10(2) contained no reference to third State internationally mandatory rules. He pointed out that it would be a good idea to discuss this issue in order to achieve clarity. He questioned whether it was wise to exclude a reference to third State rules. He envisaged the situation where a State prohibited certain transactions and questioned whether the convention would prevent taking such a prohibition into account.

Mr Bernasconi (First Secretary) thanked the Dutch delegate for his question. He said that this had been discussed previously and that it was decided not to refer to third State internationally mandatory rules because it was not desirable to have these rules applicable as this would create another degree of uncertainty. He explained that this was already clear from the draft, which provided that the application of the law determined under the convention could be refused "only" in the situation described in article 10(1).

Mr Garcimartín Alférez (Spain) stated that he was not so sure whether he agreed that these laws should not be taken into account as the convention was dealing with certain issues which might be under regulation. He explained that it was now very easy for the parties to choose almost any law and therefore this issue should be left more to the

discretion of the judge. Thus, it should not be stated expressly in the convention that these laws are not to be taken into consideration.

M. de Fontmichel (France) s'associe aux derniers commentaires de la délégation espagnole. Il rappelle qu'il existe une différence importante entre l'application et la prise en considération dans l'application du droit matériel. Il ajoute que cette question relève de la fonction du juge et qu'il est donc préférable de ne pas en parler.

Mr Kreuzer (Germany) disagreed with the French delegate. He stressed the importance of this question and stated that it could not be left to the discretion of the judges of the world. He emphasised that not to say anything would not be a helpful approach in an international convention of such universal reach.

Mr Morton (United Kingdom) expressed the view that in light of the points given, he would be inclined to agree that it could do no harm and would also be relatively simple to express clearly that these rules should not be applied. He suggested that following the words "of the law of the forum" in article 10(2), the words, "but not of any other State . . ." could be added to make this clear. He agreed with the importance that application of mandatory rules of third States should not be permitted.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) disagreed and explained that the convention was only dealing with private law and that it should not interfere with public laws.

The meeting was closed at 1.10 p.m.

Procès-verbal No 9*

Minutes No 9*

Séance du vendredi 6 décembre 2002 (après-midi)

Meeting of Friday 6 December 2002 (afternoon)

La séance est ouverte à 14 h 40 sous la présidence de Madame Stefania Bariatti (Italie).

* Les experts engagés dans les négociations renvoient communément au « problème de la page 37 » en référence à la page à laquelle le problème était examiné dans le Document préliminaire No 1 lors de sa diffusion aux Etats membres, dans une édition provisoire. Ce document est désormais publié dans le présent tome des Actes et documents et a été repaginé en conséquence. Le « problème de la page 37 » figure maintenant aux pages 46-48 du présent volume.

* The experts participating in the negotiations refer generally to the "page 37 problem" when making reference to the page at which this problem was examined in Preliminary Document No 1 when distributed among the Member States in a provisional version. This document is now published in this volume of the Proceedings and has been repaginated as a result. The "page 37 problem" can now be found on pages 47-49 of this volume.

The Chair suggested that the discussion return to where it was prior to the break.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) stated that the discussion during the morning session was more along the academic lines, and thus the Spanish delegation is content with the current version of article 7 and article 10 and no longer believe that modifications are required.

The Chair congratulated the Spanish delegate for his decision and stated that as the delegates appear satisfied with article 10 the discussion could move on.

M. Filippini (Communauté européenne-Commission) indique que la Commission européenne reconsidérera les articles 4(3) au vu des résultats des travaux du Comité de rédaction. Il ajoute qu'elle s'adressera au représentant de la Présidence du Comité de rédaction afin que ses préoccupations puissent être prises en considération.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) informed the group that extensive discussions had taken place amongst those representing European States. He proposed that as there is a significant relationship between the use of the term "implied" in article 4 and the fall-back rule, then the term "implied" could be deleted from article 4(3), provided that the primary fall-back rule is satisfactory. He reiterated that in any case the application of the fall-back rule should not lead to the place where an office does not have the features drawn from the white list. He further suggested that the Drafting Committee take this into account and prepare a revised proposal.

The Chair suggested that the discussion continue along the agreed agenda, excluding article 3, and with a slight modification that the change of law issues would be dealt with first. The Chair drew the delegates' attention to the fact that Working Document No 8 was an attempt to provide some solutions on these issues, and that delegations of Germany and the United Kingdom had also submitted Working Document No 18, which deals with the same issues. She then mentioned that a fact pattern would be explained by Mr Richard Potok.

Mr Morton (United Kingdom) introduced Working Document No 18, and said the German and United Kingdom delegations hoped this would introduce the issues that were to be discussed. He stated that the document did not set out the answers to the problem, but merely hoped that it will assist in drafting an appropriate clause to deal with the change of law issues.

Mr Potok (Legal Expert to the Permanent Bureau) introduced fact patterns, which were used to illustrate the potential issues. The account holder is located in Luxembourg and holds an account with an Australian intermediary. The subject of the account agreement is Australian securities, and it is governed initially by Australian law. On Day 1 the account holder pledges the secured party (SP1), and the pledge is perfected in accordance with PRIMA as determined under the convention, which is Australian law. The perfection requirements under substantive Australian law only require a filing at the appropriate place in Australia. On Day 50 a change of law takes place from Australian law (L1) to the law of Luxembourg (L2). It is noted that the choice of Luxembourg law (L2) would satisfy the reality test under article 4 of the proposed convention. The perfection requirements in Luxembourg are different to those in Australia. We assume that Luxembourg law requires a movement of securities to a pledged account but no such movement has taken place. He stressed the importance of distinguishing substantive, procedural and conflict of laws issues under the four different Examples and proceeded to

explain that the purpose of the Examples is to solicit opinions as to what the answer to the conflict of laws question should be in each case. Example (A) involves a mere dispute between the account holder and SP1; Example (B) involves the insolvency of the account holder on day 100; Example (C) involves an attempt by an unsecured creditor to attach the pledged Australian securities; Example (D) is concerned with a second pledge on Day 100 to SP2, which has been perfected under Luxembourg law. In Example (A), the question is: which law should govern whether or not SP1 has proprietary rights in the Australian Securities? In Example (B), the question is: which law should govern whether the pledge is to be recognised in the account holder's insolvency? In Example (C), the question is: which law should govern the issue of recognition of the first pledge? In Example (D), the question is: whose law should govern the priorities dispute between SP1's interest and SP2's interest?

Mr Devos (Belgium) posed a preliminary question regarding the fact pattern, namely whether or not SP1 had a relationship with the intermediary.

Mr Potok (Legal Expert to the Permanent Bureau) replied that there may or may not be a relationship between SP1 and the intermediary, but that this is precisely the type of question which is attempted to be avoided. He stated that the whole purpose was to look at the situation as a hypothetical, without the need to discuss the substantive law, or the precise answer it would provide.

Mr Devos (Belgium) raised another preliminary question, that if the assumption is made that there is no relationship between SP1 and the intermediary, it may not be entirely clear as to how the pledge is perfected and whether the filing would indeed be enough to achieve that.

Mr Morton (United Kingdom) replied that normally the pledge agreement would include the requisite agency power to allow SP1 to instruct the intermediary to deliver securities to SP1.

Mr Devos (Belgium) made a further point, that in Example (C) it may not be apparent where the attachment is precisely to take place, as there are a number of possibilities.

Mr Morton (United Kingdom) stated that in practice, the mechanism attachment takes place in the jurisdiction of the intermediary. He further added that it should not affect the answer, which relates to the conflict of laws aspect of the problem.

Ms Correia (Portugal) stated that the use of language in the Examples provided could be potentially problematic, as in some countries Example (D) would be considered a matter of validity of the interest, not a matter of priorities of valid interests.

Mr Morton (United Kingdom) clarified that the issue is what law should govern the issue of priorities and the issue of validity of the interest. He asked whether there are circumstances where the two issues are separated.

M. de Fontmichel (France) indique que l'intervention de la délégation française ne portera que sur les hypothèses A et B exposées dans l'exemple de l'expert auprès du Bureau Permanent et plus particulièrement dans l'hypothèse où SP1 n'a pas eu connaissance du changement de loi. Il explique ensuite que dans l'hypothèse où la loi applicable après le changement de loi est la loi nouvelle, à savoir en l'espèce la loi luxembourgeoise, plusieurs situations doivent être distinguées. Il précise que la première situation est, selon lui, celle où une sûreté valable selon la première loi devient opposable sous l'empire de la loi nouvelle ; la seconde situation étant au contraire celle où sous l'empire de la loi nouvelle la sûreté perd son opposabilité ; la dernière situation étant celle où la sûreté n'avait pas été valablement constituée selon loi ancienne et devient opposable sous l'empire de la loi nouvelle. Il explique que dans de tels cas, il lui paraît difficile d'admettre que les droits du titulaire de la sûreté puissent être modifiés sans qu'il en ait eu connaissance.

Mr Rogers (United States of America) suggested that although the United States delegation is of the opinion that the situation in Example (A) should be governed by Luxembourg law (L2), as the majority of the participants are of the opinion that Australian law (L1) should apply, then the discussion should proceed to Examples (B), (C), and (D).

Mr Garcimartín Alférez (Spain) stated that the substantive law appears to be affected by a general answer to all four cases. He elaborated that if, as a result of the outcome of the current discussion, the requirements for perfection are changed in order for an interest to be recognised, then this could be seen as an encroachment into the substantial requirements of, in this case, the law of Luxembourg.

Mr Morton (United Kingdom) said that the precise question in this debate was whether the effects of the change of law are to be postponed, and therefore was not a question of substantial law.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) replied that while it is possible to view the problem from different angles, if ordinarily the Luxembourg law (L2), for example, requires for interests to be re-perfected within a month, then any outcome that changes this rule affects the substantive law of Luxembourg.

The Chair asked whether the knowledge possessed by SP1 of the change in law should be taken into account in determining the outcome.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) remarked that this may well be an issue for the substantive law of the relevant jurisdiction.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) expressed his agreement with the Spanish delegate that it would affect the substantive law.

Mr Kreuzer (Germany) agreed that as the issue of knowledge is a matter for substantive law, and as the convention is concerned with matters of private international law, there seems to be no need to take good or bad faith into account.

The Chairman of the Drafting Committee explained that in Example (A) the question is not about the priority of the interest, but rather of the creation of it. He added that this was a question of recognition of a right and thus did not encroach upon the substantial law.

The Chair clarified that in Example (A), the French delegate stated the case for Australian law (L1) to apply and that the United States delegate was the only one in favour of Luxembourg law (L2).

Ms Rocks (EMTA) raised a question regarding the intervention of the German delegate. She noted that if the fides of the parties were not taken into account, then under this

fact pattern it may appear that if SP1 did not have any knowledge of the change of law, and the account holder and the intermediary were involved in the deliberate transfer of applicable law to defeat the interest of SP1, then the same result would follow.

Mr Morton (United Kingdom) stated that the ultimate result would depend upon the substantive law selected. He noted also that the rule selected must be uniform and as such should not be conditional upon the involvement of the parties.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) said that this could be seen as a contractual question, as in some States it would not raise proprietary matters. Thus, Australian law (L1) could be accepted as an answer.

Mr Baumgartner (Switzerland) stated that some clarification was required as to whether the current discussion was aimed at finding out what the answer to the issues raised by the four fact patterns is under article 4(1), or whether it was aimed at drafting a new article.

Mr Potok (Legal Expert to the Permanent Bureau) clarified that the aim was to draft a new article to solve the issues raised.

The Chair asked for and received approval from the participants, that apart from the United States delegation all other delegations seemed to consider that in Example (A) the applicable law should be Australian law (L1). She then requested the discussion to move onto Example (D).

Mr Garcimartín Alférez (Spain) agreed with the statement made by the Portuguese delegate that before the priority issue could be addressed, one would have to determine the validity of the interests in question. He added that the answer to Example (B) might provide some guidance.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) noted that there is a conceptual point as to the selection of the law of validity and the law of priority.

The Chairman of the Drafting Committee said that Example (D) presupposed that both rights are valid, namely the first interest was valid under Australian law (L1) and the second interest was valid under Luxembourg law (L2), as otherwise a priorities dispute would not arise. He explained that under the classical principles the second law applied to determine which right had priority. If the second law gave SP2 an overriding title then there would be no need to consult the first law; this would only be necessary when the second law provides that the second interest has priority insofar as the transferor had a valid title to convey. In this case the first law would have to be examined to answer the question as to whether the transferor had the title to convey to SP2.

Mrs Tuokila (Finland) agreed with the Spanish and Portuguese delegates in that in dealing with priorities dispute, the question of validity should be the answered first. Thus, the question becomes which law should determine the validity of SP1's interest, an issue similar to that dealt with in the discussion on the transitional rule.

Mr Wetzler (Argentina) shared the concerns of the Finnish delegate, and added that if on the question of the absolute validity of the SP1's interest the Australian law says that the law of Luxembourg is to apply, then it becomes a conflict of laws problem, for which the solution is unclear.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) asked whether the delegates were in agreement with his understanding that the validity of SP1's interest is determined by Australian law (L1), the validity of SP2's interest is determined by Luxembourg law (L2), and the priorities between these two interests are determined by Luxembourg law (L2).

Mr Kreuzer (Germany) expressed his agreement with the Spanish delegate and added that in that case the priorities dispute only arises if the interests are valid.

Mr Sigman (United States of America) stated that many delegations had made pronouncements on the law applicable to the validity question, but that the basis for their opinions was not sufficiently clear. He said that if SP2 had taken a pledge under the law of Luxembourg one day before a court in Luxembourg heard the matter and SP1 had taken a pledge three months prior to that under a different law, then it would be for the law of Luxembourg to determine whether or not it recognises the pledge, created outside of Luxembourg. He added that if the convention was to direct a court in Luxembourg to recognise SP2's pledge then it would be a change in the substantial law of Luxembourg.

Mr Markus (Switzerland) agreed with the Spanish delegate that the question of validity of SP1's interest is for L1 to determine and the validity of SP2's interest is for L2 to determine, however he also pointed out the obvious danger of giving the second law in time an absolute priority in determining the dispute. He stated that it could almost be considered an invitation to engage in fraudulent transactions involving the account holder, the intermediary and a third party, as they would inevitably succeed in changing the applicable law. He added that the problem could arise even in the absence of fraud. He proposed that as the two laws in question may in some cases give conflicting answers in substance, these conflicts could be resolved with the help of the known private international law mechanisms of adaptation, taking into account the interests of SP1 and SP2, taking under special consideration the protection of vested rights. He said that if a new conflict of laws rule were to be adopted then he agreed with the United States delegation that a substantial rule was needed to adequately protect the rights of SP1.

Mr Potok (Legal Expert to the Permanent Bureau) explained that the suggested proposal could be potentially difficult to implement. He stated that none of the parties have an inherent advantage, because the ultimate answer would depend on the substantive law in the relevant jurisdiction. He also noted that in most jurisdictions the priority is afforded to the interest that existed first in time, which in this case would be SP1 rather than SP2.

Mr Sigman (United States of America) clarified that in the Example provided, SP2 would only win if L2 resolves the question in its favour.

Mr Hayakawa (Japan) agreed with the Spanish delegate that the validity of SP1's pledge was determined by L1, the validity of SP2's pledge was determined by L2 and the priorities dispute by L2. He said that the problem of a change of law was similar to the one raised in article 19 and therefore the rule adopted to deal with this issue could be similar to the solution agreed upon for that article. He clarified that according to the Japanese delegation these were not substantial law issues.

Ms Correia (Portugal) agreed with the Japanese delegate and added that priorities need to be determined according to the applicable law at the time of the proceedings and

Procès-verbal/Minutes No 9

that L1 applies not to protect SP1, but simply to rule on the validity of its interest.

Mr Adensamer (Austria) agreed that the difference between the issue of priorities and that of validity of interests was as simple as previously mentioned by a number of delegates. He added that the question of whether the substantive law of Luxembourg (L2) recognises a right created under a foreign law or not was a question for private international law.

Mr Devos (Belgium) expressed concern that the fact patterns presented may not be widely used in practice and therefore, the issue appeared to be more about the substantive law than the conflict of laws. As such, perhaps the Commission should not attempt to resolve this issue.

Ms Rocks (EMTA) thanked the United States delegate for clarifying that it is not a matter of the first interest being protected or ignored, but rather a question for the second law to make a determination. She also agreed with the Belgian delegate that there is a question as to how substantive the determination that the first law applies is.

Ms Maas (EBF) said that she supported the position of the Portuguese and Austrian delegates that the situation of SP1 should be governed by the first law and the situation of SP2 by the second law even after the change of law. She stated that a specific rule might be needed to solve the priorities dispute. Ms Maas explained that if SP1 was to be deprived of its rights in case of a change of law, such a result would be contradictory to the aim of security and predictability of the convention.

Mr Morton (United Kingdom) commented that in discussing the issue, the questions of justice, namely who the delegates think should win, are to be avoided as it would be for substantive laws of relevant jurisdictions to determine. In response to the intervention from the Belgian delegate, he stated that these are the precise issues which the Commission should address. He agreed with the comments of the Portuguese, Japanese and Austrian delegates that the question of whether a right created in one jurisdiction is recognised in another jurisdiction is a matter of private international law and not of substantive law. He stated that what the current rule says is irrelevant, and it is for the delegates to work out what the rule should say. Mr Morton posed a question as to whether a court in the second jurisdiction should have the ability to say that it will not recognise the validity of an interest created in the foreign jurisdiction, because of their own rules of validity. He mentioned that there are two possible answers to this question, namely yes and no. He said that the right answer is for the existence of SP1's rights to be determined by L1, and for its priority to be determined by L2.

The Chairman of the Drafting Committee reiterated that one must always start with L2. If under L2 a rule exists, that gives an absolute priority to the second interest, and there is no need to consult the first law. If, however, L2 applies the first in time rule or considers the quality of the second title, then an examination of L1 would be required. He referred the Commission to Working Document No 8 and said that the underlying idea in that document was that an interest which had been created and perfected before the change in law, should continue to be recognised as validly created and perfected, even after such change takes place. Furthermore, the question really became what effect such change would or should have on the interest created under the second disposition. He added that he was eager to understand the position of the Commission on these issues and whether the answer should be the same regardless of how the second interest came into existence. That is, whether it was an alternative or came about in an insolvency or a winding-up proceeding.

Mr Kreuzer (Germany) said that he supported the position expressed by the delegate of the United Kingdom and by other delegations. He stated that the issue raised was indeed a classic one in private international law, namely the recognition of an interest created under another law.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) agreed that the second law should apply, and that the second law should determine the status of the perfection of an interest created under the first law.

Mrs Tuokila (Finland) stated that the rule in reality becomes the same as the transitional rule already discussed, namely that if validly created under the first law, the first interest should be able to compete for priority.

Mr Struycken (Netherlands) said that while the Hague Conference generally deals with private international law issues, this does not mean that substantive law issues should not be addressed, if the circumstances require it. He asked what price should be paid for the flexibility granted to the parties to the account agreement. He supported the views expressed by the Belgian and EBF delegates and stated that the change of law should not be allowed to have a detrimental effect on the right, validly acquired prior to such a change, even if that meant the convention had to address the substantive law matters.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) posed the following question. If SP1 had perfected his interest under Australian law (L1), but the law of Luxembourg (L2) requires for any interest to be re-perfected within one month, and if, subsequent to that, SP2 acquired and perfected an interest under Luxembourg law (L2), and this law says that the first in time prevails, one would need to determine if SP1 right is recognised and at what time it was perfected.

The Chairman of the Drafting Committee explained that the situation described by the Spanish delegate is similar to the old conflict between a prior interest and a subsequent bona fide purchaser. If an account were transferred from one jurisdiction to another and the second jurisdiction required re-perfection, then if re-perfection kept priority SP1 would win, however, if not, SP1 would lose its priority.

Mr Burman (United States of America) stated that it would be problematic if the outcome of the discussion affected the substantive insolvency rules, which could be the case if the outcome was to determine which insolvency proceedings have priority.

Mr Rogers (United States of America) added that Examples (B) and (C) should be treated in the same way as Example (D), for if L2 does not determine these issues, then effectively a change to substantive law is introduced.

Mr Morton (United Kingdom) clarified that the overall effect of article 7 was to state what starting rights were to be recognised in insolvency, and leave the priorities question to the substantive law. He saw no reason why any of the answers to Example (B) were any more of an encroachment into the substantive law.

Mr Rogers (United States of America) stated that the United States delegation believes that L2 should determine the relevant issues. In Example (B) it would be the

priority between SP1 and an insolvency administrator, and in Example (C) it would be a priority between SP1 and an alternative creditor.

Mr Markus (Switzerland) said that the questions of priority were of great importance and therefore a clear private international law rule was needed. He stated that although most delegations seemed to agree on the application of the second law to determine priority issues, none of them had explained their reasons why such a solution should be adopted. He said that the answer might well be L1, especially since the determination of the second law was in the hands of the account holder and any other third party. He supported the view of the Dutch delegate to the effect that a substantive rule may have to be adopted in order to adequately protect the first pledgee from the adverse effects of the change of law. He also added that in insolvency, *i.e.*, Example (B), the answer should be L1, which would protect SP1 and not the insolvency law, being L2.

The Chair stated that if the question were one merely relevant to insolvency, then it would be dealt with under article 7, but in Example (B) the crucial aspect is that between the first transaction and an insolvency, a change of law took place. She added that the question to be answered was in the case where a change of law took place, should the solution be the same as the solutions suggested previously.

Mr Kreuzer (Germany) stated that the suggested solutions in Working Document No 18 did not interfere more with the substantive laws of insolvency than in article 7. He added that the sole function of the first law is to evaluate whether the (first) interest is validly created and then the second law has to recognise the answer given, and put the (validly created) first interest into the appropriate (= functionally equivalent) category of interest of its legal system.

Ms Correia (Portugal) asked the delegates if they agreed with the statement made by the Finnish delegate that the issues discussed here were similar to those raised by article 19. She stated that while the timing of the entry into the force of the convention is public knowledge, the timing of the change of law could, and most probably would, be uncertain from the point of view of the secured party.

Mr Burman (United States of America) disagreed with the intervention of the German delegation. He said that an answer which would lean towards SP1 and L1 would in fact be a much greater intrusion into the substantive insolvency laws than article 7. He added that as a matter of policy, if Example (B) and (C) were treated differently to Example (D), then the convention would be difficult to implement.

Mr Morton (United Kingdom) mentioned that in regard to the article 19 question, the Commission must first be clear on the conflict of laws question, and then the article 19 question would become easier. He noted that there had been some very useful discussion on the issue of insolvency and that the Drafting Committee would take it into account and attempt to clarify the issue.

The Chair asked for and received for the delegates' agreement concerning the comments of the Chairman of the Drafting Committee to the effect that one always looks to L2 and then the answer would depend on what the rules of L2 specify.

Mr Kanda (Japan) asked the Chair whether it would be possible to find some time to discuss the page 37 problem. He also requested that if the delegates had the time, the Japanese delegation would appreciate if Working Documents No 10, 14 and 17 were looked at by the delegates after the meeting.

The meeting was closed at 6.00 p.m.

Procès-verbal No 10*
Minutes No 10*

Séance du lundi 9 décembre 2002 (matin)

Meeting of Monday 9 December 2002 (morning)

La séance est ouverte à 9 h 50 sous la présidence de Madame Stefania Bariatti (Italie).

Page 37 Problem

The Chair stated that the previous meeting closed on discussion of the "page 37 problem". The Japanese delegation had submitted Working Documents on related issues, *i.e.*, Working Documents Nos 10, 13, 14 and 17. She also referred to Preliminary Document No 4 and Preliminary Document No 12 from the Permanent Bureau which explain the operation of PRIMA in the case of several intermediaries. She invited the Chairman of the Drafting Committee to introduce the page 37 problem.

The Chairman of the Drafting Committee explained that the page 37 problem referred to Preliminary Document No 1 prepared by the Permanent Bureau at the beginning of the negotiations. The question arose in the context of a double transfer of securities. For example, if (A) pledged a title with a first intermediary and then did a chattel transfer to (B), a second intermediary, the law of the second intermediary would apply. In another case, if (A) and (B) had different intermediaries and the account holder transferred the account to another intermediary, one would have the same result. If an Australian investor held an

* Les experts engagés dans les négociations renvoient communément au « problème de la page 37 » en référence à la page à laquelle le problème était examiné dans le Document préliminaire No 1 lors de sa diffusion aux Etats membres, dans une édition provisoire. Ce document est désormais publié dans le présent tome des Actes et documents et a été repaginé en conséquence. Le « problème de la page 37 » figure maintenant aux pages 46-48 du présent volume.

* The experts participating in the negotiations refer generally to the "page 37 problem" when making reference to the page at which this problem was examined in Preliminary Document No 1 when distributed among the Member States in a provisional version. This document is now published in this volume of the Proceedings and has been repaginated as a result. The "page 37 problem" can now be found on pages 47-49 of this volume.

account with a French bank and pledged the account to (A), then later transferred the account to (B) using a different intermediary, one would apply the law of the second intermediary. If the law selected by (B) in the account agreement with the second intermediary stated that (B) should be given an overriding title, the courts should consider this. If however the second law stated that the second title depended on the title of the transferor, the choice of law would depend on whether the title moved directly or through a series of intermediaries. If the intermediary was acting as a principal and the transferor's intermediary was considered not to acquire a good title, then neither intermediary would acquire a good title and one would have to go back to the law of the first State. As another example, if the transferee got an overriding title, *i.e.*, the title of the transferor was extinguished, this would not mean that the initial pledgee would not have rights, but these rights would derive from breach of duty or from the co-ownership in what was left.

Mr Kanda (Japan) referred to Working Documents Nos 10, 14 and 17. He said that the Japanese delegation appreciated Working Document No 11 and agreed with the view expressed there relating to the page 37 problem (*cf.* Preliminary Document No 18, pp. 353-355). He began with an example described in Working Document No 11, paragraph 4. Investor A holds a portfolio of securities in a securities account with Bank X in London. Bank X holds its interests in an account with its intermediary, European ICSD. Investor A sells some of its securities to Investor B, who holds its interests in a securities account with Bank Y in Paris. Bank Y holds its interests in an account with the same European ICSD as Bank X. How is the relevant intermediary determined in relation to the transfer of securities from Investor A to Investor B? Would it be Bank X (Investor A's intermediary) or Bank Y (Investor B's intermediary)? In particular, which law would govern the rights acquired by Investor B as a result of the transfer of securities by Investor A? Under the convention, the relevant intermediary would be Bank Y, *i.e.*, the intermediary of the transferee. In other words, Investor B would refer to the law determined in its account agreement with Bank Y (or, as the case might be, to the tests in the fall-back provision in article 5) to assess its legal position resulting from the transfer. If under the applicable law (assuming Investor B and Bank Y had selected the law of Bank Y), Investor B would get an overriding right; it would be unnecessary to consider any of the laws that governed one of the previous transactions. In particular, it would be unnecessary to consider the law governing the transaction between Investor A and Bank X. Thus, if under the law of Bank Y a *bona fide* purchaser for value defeated previously acquired rights, it would be unnecessary to consider what those rights were in determining a priority conflict. This means that where under the law of the final jurisdiction the transferee obtains an overriding title, it must follow that the transferor's (Investor A) interest is extinguished. Mr Kanda stated that this should be clearly explained in the Explanatory Report *(cf.* Preliminary Document No 18, pp. 353-354). He noted that the page 37 problem arose not only when transfers involve two or more intermediaries, but also when transfers involve only one intermediary. For example, suppose that both Investor A and Investor B had the same intermediary, Bank X. In the transfer of securities from Investor A to Investor B, the applicable law for Investor A would be determined by the agreement between Investor A and Bank X and the applicable law for Investor B would be determined by the agreement between Investor B and Bank X. These two applicable laws might differ. Thus, the page 37 problem also exists when only one intermediary is involved, and therefore Working Document No 11 should be modified accordingly. He explained that paragraph 6 of Working Document No 11 discussed the situation where the rights of the transferee (Investor B) were merely "derivative", in that they could not be greater than those of the previous transferor. In such a situation, the courts of the second jurisdiction would apply the law of the previous jurisdiction to determine the effectiveness of the transfer. Working Document No 11 discusses the situation where the transfer is made from Investor A to Bank X, Bank X to Bank Y, and Bank Y to Investor B. However the same issue would also arise in jurisdictions where securities were deemed to be transferred from Investor A directly to Investor B. Under such circumstances, Investor B could obtain more than what Investor A owned. He explained that when a transfer was made from Investor A to Bank X, the result of the application of the above rule was not entirely clear. The "second applicable law" did not seem to exist here. Investor A was the transferor and Bank X was the transferee, yet the relevant intermediary for the transferor and that for the transferee were the same, namely, Bank X. Would the "second applicable law" be chosen by the agreement between the transferee and its relevant intermediary? If so, it would have to be chosen by the agreement between Bank X and Bank X. The Japanese delegation did not believe that this was the correct interpretation of the convention. This issue and related issues were discussed in Working Document No 10. Mr Kanda enquired as to the best way to deal with a pledge. There were indeed different book entry systems around the world, and in one type of system, a pledgee has a separate account with its intermediary. In such a system, if a pledge of securities were to be made from Investor A to pledgee SP, the book entry in Investor A's account would be extinguished and the corresponding credit entry would be made to SP's account, which would be separately maintained by SP's intermediary. In this situation, the applicable law to determine whether SP obtained and perfected a valid pledge would be the law chosen by the agreement between SP and its intermediary. Thus, the page 37 problem would exist here as well, as described above, regarding an outright transfer. Mr Kanda noted that in contrast, another type of book entry system may require a credit entry of SP's right to the account maintained by the relevant intermediary of the pledgor (Investor A). In this system, the Japanese delegation believed that the law applicable to the issues specified in article 2(1) was the law chosen by the agreement between Investor A and its relevant intermediary, because no intermediary would maintain an account to which the right of pledge would be credited under the name of SP. He indicated that the points described above should be clarified in the Explanatory Report (*cf.* Working Document No 10). Mr Kanda then turned to the problem relating to the transfer from an account holder to an intermediary. Figure I in Working Document No 10 refers to the situation where Investor A transfers his securities to his intermediary, Bank X. In most jurisdictions, the book entry would be made as in Figure I – a debit entry of the securities would be made to Investor A's account and a credit entry of the securities would be made to the account maintained by the intermediary in its own name (Bank X's account on Bank X's book). Under this system, an account holder who made an agreement with the relevant intermediary under article 4(1) might be interpreted as the intermediary itself. In other words, from a literal reading of the text in its present version, the law applicable to the issues specified in article 2(1) was the law agreed between the intermediary as an account holder (Bank X) and the intermediary as an intermediary. The Japanese delegation believed that it should be the law agreed between Investor A and the intermediary Bank X, but wondered if this were correct. If so, Mr Kanda asked how this conclusion could be reached from a literal reading of the present text. He then explained Figure II

where an upper-tier intermediary maintains a securities account in the name of the lower-tier intermediary. When an investor transfers his securities to a relevant intermediary, a certain type of book entry system requires a credit entry of this to be made to the account maintained by its upper-tier intermediary. In this system, when Investor A transfers his securities to his intermediary (Bank X), the customer account of Bank X is debited and a corresponding entry is made in Bank X's account on the ICSD book. Under this system, it is not easy to decide the law applicable to the issues specified in article 2(1) from a literal reading of the present text. Would it be the law agreed upon between the intermediary (Bank X) and its upper-tier intermediary (ICSD) or would it be the law agreed upon between Investor A and Bank X? He stated that the Japanese delegation thought the second option was correct. If the applicable law in Figure I was the one agreed on between Investor A and Bank X, then the same solution should be adopted in Figure II. Mr Kanda went on to explain Figure III where an investor transfers his securities to an intermediary who is not his relevant intermediary. In this case, it was not easy to decide the law applicable to the issues specified in article 2(1) from a literal reading of the present text. When Investor A transfers his securities to the intermediary, Bank Y, Bank X's account is debited and a corresponding entry is made in Bank Y's account on the ICSD book. The Japanese delegation believed that the applicable law in this system is the law agreed on between the intermediary, Bank Y, and his upper-tier intermediary (ICSD), but wondered if this was correct. Mr Kanda referred to Working Document No 17 which was a proposal of the Japanese delegation for a new article X which could be incorporated anywhere into the convention. Article X(1) would reflect the Figure I issue, which was very popular in many jurisdictions. Article X(2) would correspond to the Figure II issue, which would be absolutely necessary in Japan in order to avoid that the applicable law would be the one determined by Bank X and the ICSD instead of the one agreed between Investor A and Bank X which is the only correct solution.

Mr Hayakawa (Japan) stated that three different problems must be defined. The first one was the page 37 problem, which could be explained in the Explanatory Report. The second one was the pledge problem, which could also be explained in the Explanatory Report. The third one was the problem relating to the transfer from account holder to intermediary (*cf.* Working Documents Nos 10 and 17).This problem needed modification and should be written in the way suggested in Working Document No 17.

Mr Morton (United Kingdom) clarified that the Japanese delegation was drawing attention to the consequence of a clear switch to option A and to the difficulties relating to the transfer between the account holder and the intermediary. He agreed that the page 37 problem needed to be explained in the Explanatory Report. The question of transfers between two customers of the same intermediary where two different laws applied had not been considered as yet because it did not seem possible. He agreed that a rule was needed to treat the problem if it did occur, in which case one should apply the law of the transferee. With regard to Preliminary Document No 10, he explained that in Figure III, the answer depends on the second intermediary, where the relevant PRIMA law would be the law of the ICSD. However, if Bank Y did not like this solution they could insist on securities being pre-placed with their own intermediary. In this case the transferee would choose his own intermediary, *i.e.*, he would open a first custody account with his own intermediary and then transfer the securities under the law specified by this intermediary. In Figure I, he agreed with the Japanese delegate that one should apply the law of the lower level, *i.e.*, the law between the account holder and the intermediary and not the law of the CSD. Mr Morton said that some regulatory requirements imposed maintaining separate accounts at a higher level for the intermediary's own securities and for the securities of their clients. This would promote "bankruptcy remoteness" and had nothing to do with proprietary issues. At this point, a transfer that had taken place between two accounts at a higher level would only be a consequence of a transfer between two accounts at a lower level. This will need to be explained in the Explanatory Report. With regard to the absence of a transferee account when the investor transfers securities to his own industry (*cf.* Working Document No 17, paragraph 1), this issue related to whether or not the intermediary records his own interests in relation to an account at the ICSD level. In other terms, if it were acceptable for a transferee to have an account with himself and thus choose the law applicable. Working Document No 17 suggests that the applicable law should be the law specified in the account agreement between the account holder and the intermediary. This could lead to a drafting problem, because if the wording in article X(1) were retained, then paragraph 2 would be unnecessary. Article X(1) would be a self-standing rule: one would not need an account with a lower intermediary to achieve the same result.

Mr Rogers (United States of America) said that although the Japanese delegation had helped to make great progress in explaining the problem, he thought it unnecessary to change the text of the convention, as this could bring about unintended consequences. He thought that Working Document No 10, Figure I was an abnormality, because there could be no agreement between Bank X and Bank X. On the other hand, Bank X could act in two different capacities. He agreed that Figure II was a special case of Figure I, and that it would be appropriate in these two cases to come to the same applicable law, *i.e.*, the law of the intermediary. In order to achieve this, no change in the text was necessary, as this could be explained in the Explanatory Report. He concluded that the United States delegation were wary of changing the text.

Mr Adensamer (Austria) thanked the delegates for their efforts to clarify the page 37 problem, and especially the First Secretary for Working Document No 11 as well as the Japanese delegation. He said that it would be sufficient to have this explanation in the Explanatory Report.

Mr Pöch (Austria) said that in respect of Working Document No 17 and the redrafting proposal, he understood the reluctance of the United States delegation to change the text due to the fear of unintended consequences. However, he believed that for the sake of clarity one should follow the suggestion of the British delegate and not include article X(1).

Mr Reuschle (Germany) was grateful for the explanations by the Japanese delegation and asked if the following reasoning were correct. In Figure I, an intermediary books an interest to his own account. This could be compared to the situation where an investor transfers the interest to a third party, which has the same intermediary. On the other hand, Figure II could compare to the situation where Investor A transfers securities that are registered with ICSD to third parties. In this case the upper-tier level law would apply. He was unsure if the comparison was correct and that one could compare these cases to booking to one's own account.

Mr Kanda (Japan) explained that in Figure II there were regulatory aspects that may prevent the intermediary from

Procès-verbal/Minutes No 10

maintaining its own account. These requirements were only enacted to prevent the misconduct of the intermediary and to ensure segregation of the accounts. The economic substance in Figure I and Figure II therefore lead to the same way of determining the applicable law. He agreed with the comparisons by the German delegate. He added that the intermediary (Bank X) could agree upon the law in two different capacities. Contrary to the caution of the United States delegate, he considered it necessary to change the text for civil law States. Yet if the law agreed upon in the Bank X *vs.* Bank X relationship could differ from the law agreed upon in the Investor A *vs.* Bank X relationship, then one would have a page 37 problem. In that case it would be better to have a rule agreed upon by Investor A and Bank X than by Bank X alone.

Mr Hayakawa (Japan) explained that Figure I and Figure II would lead to Bank X choosing the law, whereas in Figure III Bank Y would choose the law.

Mr Rogers (United States of America) said that in Figure I it would be necessary to determine the issues covered by article 2.

Mr Kanda (Japan) said that these issues would be covered by Figure III.

Mr Rogers (United States of America) said that Figure III was open to a number of interpretations. If Bank Y were the lender he would ensure that Bank Y law would govern the transaction. The way to ensure this would be to transfer securities to Investor A's account maintained with Bank Y and then to pledge such securities with Bank Y. He insisted that changing the text to comply with Figure III would be unnecessary and unwise.

Mr Kanda (Japan) agreed that Figure III could be interpreted in various ways. On the other hand, Figures I and II could lead to the situation where the intermediary, Bank X could choose a law that would not be the same as the law agreed on between Investor A and Bank X.

Mr Rogers (United States of America) said that in theory it would be possible for Bank X to select a different law, but it was unlikely that this situation would arise. Indeed the issues in article 2(1) would determine the transferor's rights. The question would therefore be answered with the existing text.

M. Germain (France) expose que sa délégation est aussi soucieuse de résoudre le problème de la page 37. La délégation française est très heureuse des progrès effectués dans ce cadre et très reconnaissante envers la délégation japonaise pour l'aide apportée. Selon son analyse, l'intermédiaire X agit à deux titres différents dans la Figure I (problème dit du dédoublement fonctionnel). Il semble dès lors correct que l'intermédiaire puisse décider par lui-même de la loi applicable. Cela paraît même être la seule solution permettant de garantir une harmonie au sein de la Convention, dans le sens qu'une seule règle doit pouvoir s'appliquer quel que soit le cessionnaire. M. Germain soulève en outre une question plus générale : s'il y a un investisseur (et un intermédiaire) qui cède ses titres à un autre investisseur (et un autre intermédiaire), la loi du cessionnaire est en principe applicable. Or, il y a des cas où cette solution n'est pas évidente, car les questions d'opposabilité peuvent être différentes chez le cédant et chez le cessionnaire. Quelle PRIMA doit s'appliquer dans ce cas ?

M. Wetzler (Argentine) exprime son accord avec la proposition de l'article X figurant dans le Document de travail No 17. Il estime qu'il est très important qu'une telle disposition soit incorporée dans le texte de la convention. De son point de vue, l'article X doit être intégré entièrement, c'est-à-dire avec ses paragraphes 1 et 2.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) said that there was only a problem because the delegates had chosen to look at the transferee side. There would be no problem from the transferor side. The convention was trying to achieve certainty for the transferee by relying on his own law. It was necessary to decide whether a separate article was needed when an intermediary acted in two different capacities. He also understood the concerns of the British delegation that there was a risk that this would confuse other solutions. If an agreement could be made between Investor A and Bank X as to the choice of law governing the transfer to Bank X, it would be necessary to enable Bank X to choose the law governing the second disposition to another intermediary, *e.g.*, ICSD.

Mr Crawford (Canada) expressed his concern about this question being omitted by the convention. He thought that the convention did not produce the wrong answer but simply failed to address the problem. It would be possible to explain this question in the Explanatory Report as it would limit the risk of unintended consequences.

Mr Kreuzer (Germany) agreed with the British and Japanese delegations as to the adjunction of paragraph 1. He expressed doubt as to the need for paragraph 2.

Mr Rogers (United States of America) said that the question was whether it would be safer to include this provision in the convention. The United States delegation was in favour of inclusion even if there was concern as to how users of the convention would understand the text without the Explanatory Report. If the Explanatory Report were needed to apply the text then it would be better not to put anything into the text.

Mr Devos (Belgium) said that the Belgian delegation supported the views of the United States and Canadian delegations. He preferred to clarify any new issues in the Explanatory Report rather than in the text of the convention. He agreed with the explanation of Working Document No 10 by the British delegate. Nevertheless, he thought that Figure I was not a practical issue, because all books would reflect one's own account and the upper tier. If different laws governed separate accounts, the convention should apply without too many difficulties. As for Figure II, when securities were transferred from a sub-account with Bank X to its own account at ICSD level, this would be reflected in the account held by Bank X. It would therefore be the same fact pattern as in Figure I.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) agreed with article X(1). He found it difficult to accept the idea that in the Bank X to Bank X relationship the intermediary, Bank X, could choose a law in two different jurisdictions. He did not see the need to keep paragraph 2.

M. Wetzler (Argentine) estime que l'article X doit être intégré tel quel dans la convention et qu'une explication de cette disposition doit être prévue dans le Rapport explicatif. Il insiste sur le fait que cette nouvelle disposition devra être intégrée en entier dans le texte de la convention, autrement dit avec son paragraphe 2.

Mr Morton (United Kingdom) agreed with the Argentinian delegate. He had some misgivings about the suggestion that this issue could be explained in the Explanatory Report. He gave an example: two customers of an intermediary

make a transfer from (A) to (B). (B's) account agreement specified a different law to the law in (A's) agreement. (B's) law would prevail. This case needs to be covered by the convention. On the other hand, if (B) acted as intermediary (X) in another capacity, two types of legal reasoning could be argued. In the first place, (X) was not capable of making an account agreement with himself (*cf.* the difference between common law and civil law). This agreement would not be valid under United Kingdom law. Thus, there would be no account agreement and the applicable law would be found through the fall-back rule. In a second approach one could consider that the account agreement were valid. There would then be a risk that if the intermediary could make an agreement with himself that he would be unfair to the transferor. The decision on this matter would then be a policy matter. It would be preferable not to have this kind of possibility in the convention, yet the question could not be dealt with entirely in the Explanatory Report.

Mr Kanda (Japan) was not yet persuaded that this text were unnecessary. He agreed with the British, Argentinian and Danish delegates. There was a conceptual difficulty in admitting an agreement between intermediary and intermediary. He explained that under the definition of an account agreement in article 1(1) there would be no account agreement between intermediary and intermediary. He also agreed with the Danish, Spanish and British delegates that this was a policy issue. It would not be good in an intermediary-to-intermediary relationship to leave Bank X to choose the law. The law applicable should thus be the law of the relationship of Investor A and Bank X. The existing text did not solve this problem.

Mr Hayakawa (Japan) said there was a risk that if the present text was not changed then some judges would apply the law of the Investor A to Bank X relationship whereas others would apply the law of a Bank X to Bank X relationship. The two laws could be different, and thus the convention would be applied differently by the judges.

Mr Dupont (Luxembourg) agreed with the Canadian delegate that the problem had not been addressed by the convention. He stated that the text of the convention should deal with this issue and not the Explanatory Report. Therefore, it is necessary to insert a rule in the text, even if the rule needs explaining in the Explanatory Report. He supported the inclusion of article X(1).

Mr Minogue (Australia) supported the views expressed by the Luxembourg, Canadian and British delegations. He understood that the matter was of great concern for the Japanese delegation and agreed with the inclusion of article X(1).

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) also supported article X(1). He added that it would be necessary to draft on the page 37 issue.

Mr Morton (United Kingdom) said that it was not his intention to suggest that the text should include a page 37 issue.

M. Schröder (Communauté européenne-Commission) précise que la Commission européenne n'a pas encore déterminé de façon définitive sa position sur cette question mais peut d'ores et déjà s'exprimer provisoirement en faveur d'une solution introduisant l'article X(1) dans la convention. Il adopte la même position en ce qui concerne le commentaire à introduire dans le Rapport explicatif.

Ms Negm (Egypt) also supported article X(1).

The Chair also agreed, and added that the proposition should be included in the text of the convention and explained in the Explanatory Report.

Mr Kanda (Japan) said that the Japanese system also required paragraph 2, even if the wording were changed.

The Chair said that she would be concerned if the Japanese system were not covered by the convention.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) suggested that the rule should not focus on the account with the transferee. It could be possible that the law governing the Investor A to Bank X relationship could apply for a certain period.

The Chair submitted this matter to the Drafting Committee.

Article 1(1)

The Chair called for comments on article 1(1) as in Working Document No 19.

The Chairman of the Drafting Committee explained that some minor changes had been made to article 1(1). A new order had been adopted giving a more logical sequence and a lettering that would facilitate cross-reference. He added that the term "office" had been defined so as to exclude a temporary place of business. The definition of Multi-unit States had also been refined. This had been done in correlation with article 18, solving the question of whether article 18 was to be limited to territorial units which had their own rule of law. Like the Cape Town Convention and other Hague Conventions, the reference was made to Multi-unit States that had their own rule of law. He also said that the definition on the "account agreement" was made "in relation to a securities account".

Mr Adensamer (Austria) asked if the words in subparagraph (f) "resulting from" would include not only the rights resulting from a credit but also, in a broad sense, all the rights connected with a credit.

The Chair asked whether this question was in relation to the credit-debit question asked at an earlier session.

The Chairman of the Drafting Committee explained that these terms had been added following the proposal of the German delegation to align the wording of article 2 with the terms of article 1. The Drafting Committee had tried to convey that when one was looking at a right constituted by credit to a securities account, one was looking at the securities account.

Mr Adensamer (Austria) said that he was satisfied with the text.

Mrs Tuokila (Finland) asked if the term "office" excluded a temporary place of office, would it be necessary to look to the intentions of the parties or to see if there were some objective criteria.

The Chairman of the Drafting Committee stated that an objective test caused too many problems. A deliberate choice had been made to look at the intention.

The Chair suggested going through the definitions to see if there was consensus on article 1(1) as it was in Working Document No 19.

Mr Guynn (IBA) commented on the terms in the definition of a securities account. He reminded that the Japanese

Procès-verbal/Minutes No 10

delegate had pointed out that the convention covered the "creation, perfection and extinction" of securities. He said that securities were created by credit and extinguished by debit. It would thus be necessary to add to sub-paragraph (b) the words "from which securities are debited".

Ms Rocks (EMTA) said that the account definition might include the idea that "securities are or may be credited"

The Chairman of the Drafting Committee said that this might be an improvement. It would be possible to add to the last proposal the words "securities are or may be credited or debited".

Mr Dupont (Luxembourg) said that this was a drafting question. It could be enough to have the term "may be", especially in the French text. One could also replace the words "credit and debit" with the words "entries to a securities account".

Mr Burman (United States of America) said that these questions should be left to the Drafting Committee.

The Chair agreed that the term "may be" would be enough and that the sentence should read "credited or debited".

Mr Reuschle (Germany) asked whether the account agreement could consist of more than one document.

The Chair said that this was indeed the case and that this would be explained in the Explanatory Report.

Mr Bernasconi (First Secretary) said that this idea had already been expressed in Preliminary Document No 16 and could be put into the Explanatory Report.

The Chair asked for comments on the definition of "securities held with an intermediary".

M. Bernasconi (Premier secrétaire) se réfère au texte français qui contient les termes « tout transfert de propriété, pur et simple ou à titre de garantie ». Il se demande si les mots « pur et simple » sont pertinents et s'il ne serait pas préférable de mettre « tout transfert en pleine propriété ou à titre de garantie ». Il sollicite l'avis des délégations francophones à ce sujet.

M. Dupont (Luxembourg) estime que comme les termes « transfert à titre de garantie » impliquent un transfert de propriété, il serait préférable de conserver les mots « pur et simple » afin de bien marquer la différence entre les deux.

M. de Fontmichel (France) est aussi d'avis que l'expression « transfert pur et simple » est difficile à appréhender. Il pense néanmoins que si on l'enlève, la différence entre un transfert de propriété à titre de garantie et un simple transfert de propriété ne serait plus marquée, ce qui serait dommage. Faute de mieux, il est par conséquent d'avis que le texte actuel doit être maintenu.

M. Devos (Belgique) propose une nouvelle formulation sous forme de « tout transfert de propriété qu'il soit ou non à titre de garantie ».

The Chairman of the Drafting Committee said that the Drafting Committee should decide on parallel texts.

The Chair asked for comments on the definitions of "perfection" and "office".

Mr Kircher (ISDA) said that the words "intended to be merely temporary" would cause difficulties. If an industry opened a branch in a country to attract business and after a few months it closed the branch because it was not economically viable, would this be considered a temporary office?

Mr Kreuzer (Germany) said that it goes without saying that sometimes an industry opens a branch with the intention of staying permanently, but something could occur that would cause the office to close. Nevertheless, if this office had followed all the necessary legal steps to have a permanent office, this should be enough to induce an intention.

The Chair said that the parties should be able to choose a law if the relevant intermediary had an office that was intended to be permanent. For this it would be necessary to look at the agreement, at the time of the agreement (*cf.* article 4).

Mr Kreuzer (Germany) agreed to this proposal.

Ms Negm (Egypt) also agreed.

Mr Brandman (ISDA) said that the word "intended" would be difficult to be understood from the point of view of the industry.

Mr Kreuzer (Germany) said that the example given by the ISDA delegate showed that a more subjective approach was necessary. Yet one should look to the intention at the time of the opening of the office.

Mr Brandman (ISDA) said that he wanted to clarify that the words "intended to be merely temporary" should be deleted.

The Chair said that she thought this point was clear for all delegates.

M. Brunet (Canada) n'est pas convaincu qu'il y ait effectivement eu un consensus sur ce point. Il soutient la position exprimée par l'ISDA. Il relève que la meilleure manière de prouver l'intention d'une partie est de lui demander quelle était son intention. Il faut par conséquent demander aux responsables du bureau concerné quelle était leur intention.

The Chair said that perhaps the words "non-temporary basis" could be used. It should also be determined whether the term 'intended' should be included.

M. Schröder (Communauté européenne-Commission) exprime la réserve de la Commission européenne face à une définition large de l'établissement. Il estime que l'article 4 devrait dans ce cas contenir une définition plus précise.

Mr Guynn (IBA) requested clarification of how one could satisfy the intention condition and be sure that the office of the intermediary was non-temporary. He asked whether the intermediary could give a representation declaring the non-temporary fact.

Mr Morton (United Kingdom) said that there was some danger of over-engineering the discussion on this point. He agreed with the German delegate that some reference was needed to intention. How to ascertain this is a matter of evidence. If an agreement was to be extended by a branch in a particular place, this should be enough. Thus the reference to intention would not be too important.

Mr Crawford (Canada) said that this would be a mere "law professor's problem". He explained that in Canada

some financial institutions had mobile branches on ships that moved from one jurisdiction to another. It would not be necessary to look at the intention but to where the office was and if it was carrying out business.

M. Deguée (Belgique) pense que le mot « destiné » (*intended to be*) pourrait être la solution du problème. Si on insérait les termes « destiné à l'exercice temporaire », cela viserait en effet la vocation de l'établissement.

The Chair said that the French text was more precise. The Drafting Committee could perhaps express this in French and have the English text correspond. It seemed that in the English text there was less intention than in the French text.

The Chairman of the Drafting Committee said that the term "intended" was correct but that there was perhaps a better term.

The Chair said that the term "intended" meant a purpose, *i.e.*, the purpose to set up a branch.

M. Deguée (Belgique) précise que la version française correspond à la version anglaise mais le texte actuel exclut les lieux qui n'ont qu'une vocation temporaire, ce qui pose un problème au niveau de la sécurité juridique. L'ajout des termes « destiné à l'exercice temporaire » pourrait aider à résoudre ce problème.

Mr Sussman (FMLG) said that one could add after the word "intended" the words "at the time such office was established".

Ms Negm (Egypt) said that she was satisfied with the current wording.

The Chair asked for assent from the room. She noted general approval.

Mr Brandman (ISDA) said that he would support the drafting changes proposed by the FMLG delegate. It would be sufficient to convince that a branch was intended to be in place for a long time.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) understood that the relevant time was the time of the account agreement. This would mean that one should look to the office at that time and not at the time the office was established.

The Chair said that this would create problems, as the intention of maintaining a permanent office could vary in time and this would not always be clear to the account holder at the time of the agreement. This would lead to the fall-back rule, which would not be what the party expectations were. One should therefore accept the intention at the time the office was established.

Mrs Tuokila (Finland) said that if the intention of the intermediary changed after the agreement, it could not refer to the new law for the agreements concluded during that period.

The Chairman of the Drafting Committee said that in the German legal literature, Mr Staudinger had devoted 500 pages to the good faith clause in section 242 BGB. Yet the principle laid out in this clause had not needed 500 pages. The analysis should thus be left to the law professors. This convention should not try to cover every point.

Mr Kreuzer (Germany) agreed with the Chairman of the Drafting Committee. One could not look at every agreement to check whether there was an intention to maintain the office at the time of the agreement. It would be enough to check this intention at the time when the office was established.

The Chair asked for comments on the definitions of "insolvency proceeding" and "Multi-unit State".

Ms Dostie (Canada) said that she was not certain a definition of Multi-unit State was necessary, but the Canadian delegation did not mind it being in the convention.

The Chairman of the Drafting Committee said that this definition was to clarify matters for article 18. It was to limit the power of Multi-unit States declaring that the convention was extended to their different States. This extension would only be possible for a territorial unit that had its own rules of law. The definition had been inspired by the Cape Town Convention and by other Hague Conventions. It was to make article 18(1) workable.

The Chair agreed that this convention should keep to the Hague Convention traditions.

The meeting was closed at 1.00 p.m.

Procès-verbal No 11
Minutes No 11

Séance du lundi 9 décembre 2002 (après-midi)

Meeting of Monday 9 December 2002 (afternoon)

La séance est ouverte à 15 h 00 sous la présidence de Madame Stefania Bariatti (Italie).

Article 1(3) to 1(5)

The Chair informed that they would return to the agenda in order to address certain points which needed to be settled as some delegates were only present that day specifically for those issues. She invited the Chairman of the Drafting Committee to commence the discussion regarding article 1(3) to article 1(5).

The Chairman of the Drafting Committee explained that article 1(3) deals with those bodies which fulfil a purely administrative function. Rather than acting as intermediaries, they act as a registrar or transfer agent for an issuer of securities. Similarly, those acting as a manager, agent or otherwise in a purely administrative capacity for an intermediary would not be considered an intermediary for the purposes of the convention. Rather, these persons

are engaged in parallel bookkeeping. He said that article 1(4) would operate subject to article 1(5), in that Central Securities Depositories would be treated as intermediaries if they hold accounts relating to securities as a CSD maintaining accounts or where securities accounts are otherwise transferable by entries across securities accounts which it maintains. For example, by carrying out instructions given by account holders regarding transfers to these accounts. This would contrast with the situation under article 1(5) which allows States to make a declaration to the effect that bodies which maintain records of the issuer would not be regarded as an intermediary. He explained that bodies such as CREST, for whom the provision was drafted to deal with, act as an "alter-ego" of the issuer. In such circumstances, one looks not to the issuer but rather to the records of a body such as CREST, which instead of fulfilling the function of an intermediary, holds the securities directly. He pointed out that there were some countries with similar regimes, *e.g.*, the Nordic countries, which prefer these bodies to be treated as intermediaries even though they operate in a manner very similar to CREST. He asked Mr Morton to continue the explanation of article 1(5).

Mr Morton (United Kingdom) stated that article 1(5) was a feature of the fact that the convention relates to indirectly held securities and has been extended to cover a number of book entry transfer systems. There had been a desire that the convention would apply to these bodies and provide a unified choice of law for their operations. He explained that the problem arose where the securities of companies incorporated in one State were entirely handled by a body incorporated in another State. This would be problematic for CREST because in applying the PRIMA rule, the transfer of shares in companies incorporated in Ireland, normally matters of Irish law, would become matters of English law. He reiterated that the purpose of paragraph (5) was to enable such States to make a declaration to the effect that the matter of transfer of such securities would be a matter of the *lex societas*. He pointed out a subsidiary consideration for discussion, *i.e.*, the question of which State should make the declaration, the State "under whose law those securities are constituted" or "in which the system is operated". He urged the delegates on behalf of the British and Irish delegations to approve the first option because it was that State whose laws would be encroached upon if the declaration was not made, *e.g.*, a decision to cede control to the United Kingdom should be a matter for the Irish Government, not the United Kingdom Government.

Mr O'Toole (Ireland) thanked the British delegate for explaining why it would be preferable to allow the State under whose laws the securities were constituted to make the declaration. He stressed the desire that the State with the power to make the declaration should be that State whose laws would be affected. He explained that CREST operates in Ireland, but has no office in Ireland which would satisfy article 4(1). Thus, the fall-back rule would always apply to the transfers of these securities and determine that the applicable law would be English law. He pointed out that in the near future, CREST would be absorbed into the Euroclear system and that it would be preferred that Irish company law still apply to Irish securities. If the State in which the system was operated were to make the declaration, the Irish Government would not be able to exercise this control. He noted that under the second bracketed option, the British delegation could decide to opt CREST out of the scope of the convention, however the matter would nevertheless be beyond Irish control. The first option would lead to no degree of uncertainty.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) asked who the relevant intermediary would be if a declaration was made.

Mr Morton (United Kingdom) explained regarding the declaration, in relation to transfers on the books of these bodies, the convention would not apply. Thus, the applicable law would be the law applicable to transfers of directly held securities, determined by the private international law rules regarding such securities.

The Chair sought confirmation that this would apply to all Irish securities held under the Irish system.

Mr Morton (United Kingdom) confirmed it.

Mr Devos (Belgium) expressed support for the British and Irish delegates preference for the first option. He said that it was only because the scope of the convention was extended to CSD's that this question even arose.

M. Germain (France) demande si la convention couvre bien les titres nominatifs. Il explique, qu'en effet, en droit français, les titres nominatifs sont tenus en compte par l'émetteur lui-même qui remplit la fonction d'intermédiaire. Il veut s'assurer que l'émetteur dans ce cas est bien qualifié d'intermédiaire au regard de la convention et souligne que ce point est important car de nombreuses sociétés françaises sont concernées.

Mr Morton (United Kingdom) explained that all of the relevant securities would be registered securities. The State would determine whether the body was considered an intermediary, while the records are in fact the register of the securities (as in the case of CREST) or at least entries on them are required to be immediately effected at the register. In other words, the body would be more like a front-end for the issuer. He clarified that this was why the words "which constitute the primary record of entitlement to them as against the issuer" are in the text.

M. Bernasconi (Premier secrétaire) demande s'il a bien compris la question posée par la délégation française qui est de savoir si les titres nominatifs purs et la manière dont sont traités ces titres en France tombent dans le champ d'application de la convention. Il répond que, selon lui, les titres nominatifs purs ne sont pas concernés par la convention étant donné que dans ce cas, il n'existe pas de détention indirecte. En effet, il explique que les titres sont inscrits au nom du titulaire directement dans les livres de la société émettrice. Il s'agit bien d'une relation directe entre le titulaire du compte et l'émetteur. Dans cette hypothèse, il conclut que l'émetteur n'est pas qualifié d'intermédiaire et que c'est la loi de l'émetteur ou du registre qui s'applique.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) supported the explanation of the First Secretary. The Spanish delegation had always understood that the issuer was excluded from the scope of the convention by article 2(2)(c). He emphasised the importance of this exclusion and hoped that if there were any doubt, the Explanatory Report would clarify the point.

Ms Maas (EBF) commented on the comprehensibility of the provisions. She sought examples of a "transfer agent" as contained in article 1(3), as many European States did not have such a concept. She asked whether there was any relationship between article 1(3) and article 1(5), and if so, for the character of that relationship to be clarified. She pointed out that article 1(5) seemed to allow a State to opt an entire institution out of the scope of application of the convention. It seemed that some of the securities held by CREST would fall within the description in article 1(5), while others would not.

Mr Morton (United Kingdom) said with regard to the relationship between article 1(3) and article 1(5), the reason CREST would not be covered by article 1(3)(a) was because technically it does not act for the issuer. Rather than an agent, it was a free standing statutory body. He emphasised that had CREST fallen within the scope of article 1(3)(a), then article 1(5) would not have been needed. In relation to whether article 1(5) allowed a whole institution to be opted out of the scope of application of the convention, he confirmed that the opening words of the paragraph were intended to clarify that a declaration may be made in relation to categories of securities in a holding pattern. It would be a matter for the relevant State, in this case Ireland, to decide in relation to which categories the declaration would be made. He expected that a declaration made by Ireland would indeed cover all categories. Where CREST securities operated as truly indirectly held securities with other CSDs, *e.g.*, DTC under which CREST was the depository of instruments, it would in fact be a classic indirect holding pattern and for that kind of security, CREST would be an intermediary. Precisely for this reason, the opt out would not necessarily be made in relation to the whole institution. This would enable such a distinction to be made.

The Chair requested other comments regarding article 1, paragraphs (3) to (5).

Mr Reuschle (Germany) requested the British delegate to give a short example to illustrate which person would be the relevant intermediary where an article 1(5) declaration was made.

Mr Morton (United Kingdom) explained that under such a declaration, it would not be necessary to identify anyone as the relevant intermediary. He invited the Chairman of the Drafting Committee to explain how no intermediary would be involved for transfers made directly under the CREST system.

The Chairman of the Drafting Committee pointed out that if however one held securities through a custodian or other person, *i.e.*, not directly through CREST, then that person would be the relevant intermediary.

Mr Morton (United Kingdom) emphasised that if both parties to a transaction held their interest with the same intermediary, then the transfer would not be indicated by an entry into the CREST system, but on the books of that other intermediary. Those transfers would therefore be covered by the convention.

The Chair sought confirmation that article 1(3) to article 1(5) had been finalised and that the decision was to retain the first bracketed language so that the provision would read: "In relation to securities which are credited to securities accounts maintained by a person in the capacity of operator of a system for the holding and transfer of such securities on records of the issuer or other records which constitute the primary record of entitlement to them as against the issuer, the Contracting State under whose law those securities are constituted may by a declaration provide that the person which operates that system is not to be regarded as an intermediary for the purposes of this Convention." This proposal was unanimously accepted. The Chair proposed they proceed with the change of law issue by looking at article 5 *bis* as contained in Working Document No 19.

Article 5 bis

The Chairman of the Drafting Committee explained that what they sought to do by the wording in article 5 *bis* was to record, on the one hand, what had been definitely decided by the Commission when discussing the change of law issue. On the other hand, they had expressed the ideas which were vaguely the view of the Commission, in bracketed language. He illustrated the situation where the account holder and the intermediary changed the law applicable to the securities account, when there was already a secured party (SP1), but nothing further had happened following the change, *e.g.*, no attachment or bankruptcy had begun. In such a situation the old law would govern the rights because there had been no post-change of law event. Therefore the mere change in law would not affect attachment interests, changes in the intermediary or SP1. For example, following the change in law, there was a disposition to SP2. In such a case, the Drafting Committee understood that it was generally accepted that while the interest may be valid under the old law, which continued to operate in relation to SP1, the new law would determine any competition between SP1 and SP2. In other words, it would be up to the law of SP2's disposition to determine whether that interest overrode SP1's interest or whether it depended on the position of the transferor and was therefore subject to SP1's interest. The new law would also govern any other question in relation to SP2's interest. What was not clear from the discussion was the view of the delegates regarding a dispute between a pre-change in law secured creditor and the person who attaches a security. In the case of a competing post-change in law disposition, that person would enquire as to the law applicable, learn it was the new law and therefore rely on the change. He pointed out that the position might be somewhat different in relation to an attaching creditor. However, the Drafting Committee was not certain what the delegates view was on this issue. He also described a third situation, in which the security interest was obtained prior to the change in law, followed by an insolvency proceeding opened after the change. The question arose of whether the position is intended to be that the court must respect the old law subject to insolvency law or whether the change in law applies to perhaps override the old law. In such a case it would be possible that the nature of SP1's right would not be recognised under the new law. He explained that the Drafting Committee had understood that with respect to events before the change in law, the old law would apply. For example, the old law would govern priority disputes between SP1 and SP2 who had both obtained interests before the change in law, if no other event had occurred. He sought guidance from the Commission on whether other parties were to be treated in the same way as a person taking a disposition.

The Chair thanked the Chairman of the Drafting Committee for his clear explanation. She asked for any reactions to the wording and to the content of the bracketed language.

Ms Correia (Portugal) expressed the view that although the Drafting Committee had produced an extremely impressive draft, one of the situations discussed by the Commission had not been clearly included in this draft. She proposed that under paragraph (3), a sub-paragraph should be added which would read: "(3) The old law continues to govern: (a) the creation of an interest and the requirements of perfection of a disposition of securities made and perfected before the change of the agreement mentioned in article 4". This provision would then be followed by sub-paragraph (b), which was sub-paragraph (a) in the existing article 5 *bis*. She explained that the intention was to clearly apply the first law, L1 to the first pledge. Priority between SP1 and SP2 after the change in law would be governed by L2. She suggested that everything else in article 5 *bis* submitted by the Drafting Committee be retained. She proposed that a further paragraph be added

Procès-verbal/Minutes No 11

to state the principle of private international law that: "(4) The rules of the previous paragraphs cannot imply a stronger effectiveness of an interest in securities held with an intermediary than would occur if the situation was to be decided exclusively under the old law". For example, if L1 were a system where filing was allowed and L2 only allowed the register of an interest, then L1 could not be applied such that the filing would override the register, as L1 also considers that the system of registry would win. She concluded that this was the idea they had wanted to present and hoped that it had also been the view of the Commission.

M. de Fontmichel (France) souligne que la délégation française s'associe à l'initiative de la délégation portugaise. Concernant la proposition du nouveau paragraphe, il constate que cela répond parfaitement à l'inquiétude qu'avait la délégation française de voir un droit valablement créé et opposable aux tiers, réduit à néant par l'application d'une nouvelle loi. En revanche, concernant la seconde proposition, bien que l'idée lui paraisse séduisante, il réserve son analyse et s'adresse au Comité de rédaction afin de trouver une formulation plus claire.

Mr Morton (United Kingdom) agreed with the French delegate that the proposal by the Portuguese delegate was indeed attractive. He agreed that it was necessary (as far as possible) to try to achieve the result that a mere change in law does not decrease the existing interest of a pre-change of law interest, nor would it increase its value. For example, if the first jurisdiction recognised both creation and perfection of an interest. Under such a system one could obtain a valid right, however not fulfil perfection requirements and therefore, that right would not be universally binding. He proposed the situation where a change in law then occurred to a jurisdiction where such a distinction did not exist. If the convention simply provided that under no circumstance could a change in law cause the interest to cease to exist, then the second law would be faced with a dilemma. It could not treat the interest as it had previously, but without something special, it would have to give it a fully perfected status, which it could not do. Thus, the proposal by the Portuguese delegate gave sufficient protection. The question of winning and losing would be answered according to the rules of the second law, and taking account of interests created under the first. He was relieved that the Portuguese delegate seemed to agree with his interpretation and stated that if this was the correct understanding, then the British delegation firmly supported the proposal. He agreed with the French delegate that more drafting was required to clearly reflect this intention.

Mr Reuschle (Germany) also supported the proposal by the Portuguese delegate. He was glad for the precise idea presented which was in line with the view of the German delegation. He suggested therefore deleting the brackets around paragraph (3)(a) and retaining its contents.

Mr Burman (United States of America) was troubled by the fact that article 5 *bis* itself was so new and stated that more time was needed to consider it fully and, in particular, to allow industry representatives to consult their respective advisers.

Ms Correia (Portugal) apologised if the proposal had been considered new. She thought it simply contained what had already been openly discussed and decided in the Commission. Her only intention was, in relation to the first suggested change, to reflect what had been decided and secondly, in relation to the proposed paragraph (4), to reflect a traditional principle of private international law. She disagreed with the United States delegate that this was a substantive change, rather it was a change in wording for the Drafting Committee to consider. She pointed out that it could not have been presented any earlier as the Portuguese delegation had only seen Working Document No 19 that morning and therefore this was the first opportunity to present their views.

Mr Baumgartner (Switzerland) was grateful for the important proposal by the Portuguese delegate which would provide clarity, however he withheld judgment pending further consideration of the drafting. He was in favour of removing the bracketed language contained in paragraph (3)(ii) and (iii), because, as the Chairman of the Drafting Committee had indicated, there was a clear difference between these situations. In his view, the only need here was to protect SP1.

Ms Rocks (EMTA) asked how article 5 *bis* would apply to the situation where SP1 agreed to the change in law. From her reading of the draft, the old law continued to apply regardless of any agreement by the account holder, the relevant intermediary and SP1. She pointed out that this result may not be so helpful as it may have been a very intentional decision by the three parties to select the new law, *e.g.*, because perfection requirements were less cumbersome in the new jurisdiction.

The Chairman of the Drafting Committee acknowledged that this was a fair point. He recalled that it had perhaps escaped the collective memory of the Drafting Committee as article 5 *bis* did not currently address such a scenario, although it had done previously. He concurred that it should be addressed if other delegates agreed. In his view, there seemed no basis for preventing the operation of a change in law where all three parties had agreed to it.

The Chair reminded the Commission that it was helpful when delegates intervene even to simply express support.

Mr Wetzler (Argentina) supported the proposal of the Portuguese delegate because it clarified paragraph (3) and provided a very simple balance between the old and new laws. He noted that the proposal was in line with the current Austrian legal system and was consistent with private international law rules.

Mr Adensamer (Austria) also expressed support for the proposal of the Portuguese delegate. He agreed that the brackets around paragraph (3) be deleted to retain their contents.

The Chair clarified that there were now two issues to consider: support for the proposal of the Portuguese delegate and whether or not the bracketed language should be deleted.

Mr Kanda (Japan) asked what would happen to SP1's interest in a dispute between SP1 and SP2, where SP2 had not perfected under the second law. He suggested that SP1's interest should therefore be recognised. Secondly, if SP2 had perfected and therefore wins a priority dispute against SP1, should SP1 then be recognised as second in priority to SP2? He admitted that this situation would be unlikely in practice. He suggested however, that SP1's interest should be recognised in attachment or as against the insolvency creditor.

The Chair answered that the real decision on these questions was for the applicable law, not for the convention.

Mr Kanda (Japan) responded that that was what he had assumed and agreed that this was the correct answer, *i.e.*, the second law decides how to deal with these rights.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) said that the proposal by the Portuguese delegate did not imply the deletion of the bracketed language. His understanding of the proposal was that they needed to decide whether to recognise the rights of SP1 or not. They first needed to consider whether the convention should require a court to recognise what had been recognised under the old law. He thought it would be helpful for the Commission to decide this and if this was right, to then decide whether such language should be included. They could then discuss whether, if such rights were recognised, the same rights would be recognised in relation to the insolvency creditors and other parties.

Mr McMurray (FMLG) pointed out that it was not obvious from the text exactly which changes were being referred to. In his view it should apply to changes from one State to another, not changes to the laws within one State.

Mr Crawford (Canada) stated it was clear that the term "effectiveness" was intended to refer to the issues listed in article 2(1). However, he pointed out that some of those issues used the term "effective" whereas others did not. He hoped that it was nevertheless intended to refer to all of the issues and if so, supported the deletion of the brackets, so that the old law would also apply to the situations envisaged by sub-paragraphs (ii) and (iii). Furthermore, he supported the suggestion that the retention of the old law would be qualified so that if there were consent, a change would be effective.

Mr Baumgartner (Switzerland) shared the concern of the Canadian delegate that the provision might become unclear as to whether it referred to both substantive rights and insolvency proceedings. He suggested if they wanted to exclusively deal with issues enumerated in article 2(1) that this should be clarified.

The Chair suggested that article 5 *bis* should now go to the Drafting Committee with these comments in mind.

Ms Rocks (EMTA) referred to the comment from the FMLG delegate. She wished to ensure that what article 5 *bis* was speaking about was a change in law under either article 4 or article 5. For example, when an account holder moves the securities from one intermediary to another by closing the account, then this would not be a change in law applicable to the account as the "new" law governs a new account. She sought clarification that they were only talking about changes to the law applying to an existing account, *i.e.*, changes to the original account agreement in place.

Mr Sigman (United States of America) thanked the EMTA delegate for her question, as the United States delegation was just about to raise the same point. They felt it was important to clarify exactly what they would send to the Drafting Committee. He explained that with respect to the overall applicability of the *chapeau* in article 5 *bis*, the change of law was with respect to the account agreement. If the change is due to the opening of a new account, then it would be a new asset and therefore the change of PRIMA law issue would not be operative in such a case. He further clarified that they were not talking about changes to the internal content of the law of a particular State, but changes between States. He stated the need to clarify that paragraph (3) was not referring to the case where a party to a disposition who had acquired rights prior to the change in law had otherwise agreed to the change. If SP1 wanted to change the law and the relevant intermediary consented to change the law applicable to the account agreement, then SP1 gives away his right to prevent the change. Mr Sigman asked whether the term "effectiveness" referred only to the perfected status of the interest or whether it referred only to priorities, *e.g.*, in insolvency proceedings. However article 7 is finally drafted, the convention needs to determine the law applicable to the perfected status of an interest. He asked if the term "effectiveness" was too broad or too narrow to achieve that. In relation to the point raised by the Japanese delegation, he asked for clarification of the content of paragraph (3)(b) and expressed the view that it may be too broad. He gave the example of where SP2 received a security interest before the change in law, but then only perfected the interest following the change in law. There was no reason why perfection should occur with the receipt of the interest. He had no drafting proposal but felt that this issue needed to be considered.

Mr Ding (China) asked if what was dealt with in article 5 *bis* (3)(a) regarding insolvency could not be better addressed in article 7. He also asked in relation to article 4(3), if there was no express choice of law in the account agreement, but later an express choice was made, would that be considered a change in law or a change from an implicit to an explicit choice. Mr Ding also welcomed the proposal of the Portuguese delegate but wondered whether it would have an effect on substantive law if it required the new law to recognise something it did not even recognise under its own system. He agreed with the United States delegate that they needed to take the time to fully consider article 5 *bis*.

The Chairman of the Drafting Committee replied in relation to the first question that it would not be better addressed in article 7. As to the second question, he explained that article 5 *bis* intended to establish that if there was a change in law, this would also include a change from article 4 to the fall-back article 5 and was not confined to initial changes. In relation to the Chinese delegates concern for substantive law changes, in one sense any conflict rule could have some affect on substantive law. However, this was in fact a rule of recognition of rights created under another law and was not substantive.

Mr Brandman (ISDA) stated that his delegation would not take a position at this stage. He requested from the delegates enough time to consider article 5 *bis* and consult with certain advisers.

M. Deguée (Belgique) remarque qu'avant de s'intéresser à la modification de la loi, encore faudrait-il procéder à sa détermination. En ce sens, il propose de déplacer l'article 5 *bis* après l'article 6.

Mr Burman (United States of America) stated that he had consulted with various parties, and informed the delegates that the United States delegation would try to work with the language suggested by the Portuguese delegate. They would need time to work through the various fact patterns and any assistance or input in this regard would be most appreciated. He was sure there were some provisions which all would feel needed adjustment but confirmed that they would try to work with the proposals.

The Chair thanked the United States delegate. She invited the Austrian delegate to present and illustrate Working Document No 20.

Mr Pöch (Austria) appreciated the time at which the proposal of the Austrian delegation was being discussed how-

Procès-verbal/Minutes No 11

ever, he pointed out that the issue at hand had also been discussed previously. As the convention was moving away from the *lex rei sitae* approach to a free choice of law, restricted only by the relevant office, this changes how third parties need to be protected. Under the current system, parties could know quickly which law applied, but now the situation is moving away from that objective understanding and third parties need to rely on the people who know, *i.e.*, the account holder and the relevant intermediary. The idea was to protect third parties but this protection was incomplete if they were not in a position to easily know the applicable law. He explained that the suggestion of the Austrian delegation was designed to cover the realm of change of law, but could also go elsewhere, and therefore could be discussed even if the issue of change of law was not under consideration. The proposed text provides that the intermediary and account holder would each be individually obliged to disclose the law applicable to the account agreement. As it may be a matter of urgency, the provision specified that disclosure should be within three banking days, counted at the place of the office which receives the request for information. He articulated that the other goal was not to give the third party more rights than it would already have, except for the disclosure of the agreed law. For example, the parties may simply need to state the identification elements for the account for attachments. The provision should in no way improve the rights of third parties except in this specific balancing aspect. He hoped that the Commission would understand the concern of the Austrian delegation. He stated that this issue did not require a lot of work as it was more of a policy issue, dealing with balancing the freedom of choice of law with the certainty required for third parties.

Mr Morton (United Kingdom) thanked the Austrian delegate for explaining the rationale behind their proposal. He said that the proposition on which it was based was open to various questions. Even under the existing law, indirectly held securities were based on a confidential relationship between the relevant intermediary and the account holder and therefore required the consent or co-operation of the account holder in order to obtain the relevant information. This would still be the case under the convention. However, under the proposal by the Austrian delegation, it would also require the account holder to agree with the law. It was difficult to see that the difference under the convention would be substantial but it was clear that the proposal itself was a matter of substantive law and therefore could not be included in a conflict of laws convention.

Mr Kanda (Japan) agreed with the Austrian delegate as to the substance of the proposal but agreed with the British delegate that this was not an issue of private international law, rather it was a matter for regulation in the respective countries applying the convention. He suggested that this be included in the Explanatory Report.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) appreciated the effort to raise this issue but also saw this as a point of contractual substantive law and therefore not something to be included in the convention. He stated that when an account holder looks for credit, he has an interest in disclosing which law applies to the account agreement in order to be able to secure the loan.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) agreed with the Spanish delegate and reiterated that if an account holder is interested in obtaining a loan, it would be necessary to disclose the information requested by the lender. He asked what the position should be of attaching creditors, however this too was outside the scope of matters to be included in the convention.

Mr Ding (China) appreciated the rationale behind the proposal but expressed doubt as to whether it was something which should be included in the convention.

Mr Sussman (FMLG) said that as a member of the industry, he would undoubtedly agree with all of these comments. This was an issue of substantive rights or substantive law and such a provision would in fact create a new legal relationship between the custodian and third party creditors which did not currently exist in law. He emphasised that this convention should not be a medium for such a change.

Mr Pöch (Austria) stated that they were aware that this was a matter of substantive law but pointed out that it would in no way be the first exception in an international convention. He reiterated that as the convention was moving away from the *lex rei sitae* approach, and thereby removing some of the protection in place, therefore the convention also needed to do something to assist the means for retaining the protection elsewhere.

Mr Adensamer (Austria) agreed that many States may already have such a rule of disclosure, but some did not and this is a situation where all States need to have the same rule. All States should provide this right to information because it has such a strong connection to the change of law issue and therefore this is the right place to have the provision and harmonise the rules.

Mr Hayakawa (Japan) was hesitant to endorse the insertion of a rule because this was a private international law convention, dealing only with the choice of applicable law. He agreed with the substance of the proposal and stressed that it could not be ignored. He also recommended it be included in the Explanatory Report.

The Chair asked whether there was any delegation in favour of the proposal.

Ms Lee (Malaysia) said that under Malaysian secrecy provisions in banking law, this requirement of disclosure would not have been possible.

Mr Burman (United States of America) stated that if any of this proposal were to be included in the Explanatory Report, its treatment would need to be quite delicate because not all delegations supported the proposal. He suggested they take a little more time to clarify the view on this issue.

Mr Wetzler (Argentina) considered the proposal by the Austrian delegation acceptable but agreed that as this was a private international law agreement, it should rather be included in the Explanatory Report because some States did not provide this protection.

The Chair stated that the purpose of the Explanatory Report was to explain the text, not to tell the courts how the substantive law should regulate the issues. The Explanatory Report was not the place to direct domestic law as to how to perform something. She again asked whether there was any support for the proposal. As there was no support, she asked the Austrian delegation if they would withdraw the proposal for the sake of consensus.

Mr Pöch (Austria) asked to be informed then as to what were the various rules regarding disclosure of the agreed law.

The Chair responded that either the proposal could be kept on the table and the Austrian delegation could request a formal vote, or it could withdraw it in light of the fact that it had not obtained sufficient support.

Mr Pöch (Austria) requested that as there were delegations who would support the inclusion of their proposal in the Explanatory Report, that it indeed be expressed there to bring the question to the attention of the domestic law makers and courts.

The Chairman of the Drafting Committee offered to accommodate the proposal by stating in the Explanatory Report the words "this Convention does not address the question of disclosure of the agreed law and that this confidentiality is a matter for national law". He said that this would at least draw attention to the issue.

The Chair asked whether this answered the Austrian delegate's question.

Mr Adensamer (Austria) confirmed that the Austrian delegation certainly appreciated that if there was no support for including the proposal in the Explanatory Report that they would of course withdraw it.

The Chair thanked the Austrian delegation and emphasised that the Drafting Committee would certainly consider this issue and take it into account when writing the Explanatory Report, especially in light of the fact that the Japanese delegate was quite supportive of this concern. She noted that it was important that under the Option A+ rule third party rights be considered. She suggested article 5 *bis* now be returned to the Drafting Committee and invited examination of the new article 3 as contained in Working Document No 19, where the Drafting Committee had redrafted the provision including some bracketed language.

Article 3

The Chairman of the Drafting Committee stated that the Drafting Committee did not feel they could delete this provision. He explained that article 3 dealt with the situation of internationality. Originally it had simply stated "This Convention applies in all cases involving a choice between the laws of different States". It had then been suggested that it would be helpful to indicate, in a non-exhaustive way, the types of cases which might be considered international. Thus, the proposed new article 3 contained a list in paragraph (a) providing that the test of internationality would be satisfied, in particular, where "in relation to securities held with an intermediary, any of the following parties have their respective places of business or if none, their habitual residences, in different States – (i) the relevant intermediary; (ii) the issuer of the securities; (iii) the account holder; (iv) a party to a disposition of securities; and (v) any other intermediary through whom the relevant intermediary holds the securities, directly or indirectly . . .". The Drafting Committee had then been asked to also make clear that internationality would arise where all the elements were located in one State, but where the parties had agreed on the law of another State. He explained that if the choice of law satisfied the reality test, then under paragraph (a), without the bracketed language "[any of]", such a choice of foreign law would be possible. This was because the test would only be satisfied if one of the parties did indeed have a place of business in another State. Therefore paragraph (b), which was designed to deal with that fact pattern, would become redundant and the text could be simplified. This was because if all the elements were in one State, the reality test could not be satisfied. The Drafting Committee suggested therefore retaining the bracketed language in paragraph (a) and deleting paragraph (b). Finally, the letter "(a)" could then also be deleted.

Mr Wetzler (Argentina) thanked the Drafting Committee. He agreed with the suggestion of the Chairman of the Drafting Committee in relation to deleting paragraph (b) as without the satisfaction of one of the elements listed in paragraph (a), there would not be any connecting factor. He agreed that it would be best to delete paragraph (b) altogether.

Mr Struycken (Netherlands) pointed out that the first line of the article was a perfect start for a lecture in private international law as no Hague Convention had ever needed to state that the Convention would apply "only for private international law". He emphasised that the words "applies to all cases involving a choice between laws of different States" did not add anything to a private international law Convention. He explained that its inclusion was caused by the Rome Convention which had been a product of a political issue not relevant here. He therefore proposed that the issue could be completely simplified by deleting the whole article.

Ms Sekhar Naik (Malaysia) supported the proposal of the Chairman of the Drafting Committee to delete paragraph (b).

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) stressed that he still thought it best to delete the entire article, although he was aware that he was alone in that view. He asked what would happen if the parties made no choice at all but the place of incorporation was in fact in a foreign State. He emphasised that whenever there is an attempt to specify what internationality means, there is a risk of deleting something which was not intended to be excluded. Therefore he recommended deleting the article or at least retaining the old version.

Ms Correia (Portugal) stated that she preferred the old wording of article 3. She emphasised that inserting such detail in the convention, rather than in the Explanatory Report, would create more problems than it would solve. She suggested that it would be easier for a court with a concrete case, to determine whether the element of internationality was satisfied than to preconceive of a range of possible abstract situations. She asked whether it would be international if the issuer had an office elsewhere. She pointed out the contradiction involved as she had understood that the place of the issuer was irrelevant, as made clear in article 6(a). She emphasised her support for the previous wording of article 3.

The Chair acknowledged the substance of the point made by the Portuguese delegate.

Mr Christmann (Germany) noted that if paragraph (b) were deleted, the situation in practice would simply revert to the old article 3. Under paragraph (b), as a non-international law practitioner, he would ask whether satisfaction of article 4(1) was therefore not a pre-requisite for the application of the convention. In other words, it would operate as a self-fulfilling prophecy.

Mr Dupont (Luxembourg) commented that the proposal seemed to create confusion. He explained that paragraph (a) provides that one look at each security within an account because a pledge could involve a number of different securities, some of which would be international under the draft article 3, some of which would not. It did

not seem rational to separate securities into those which are covered by the convention and those which are not covered. All securities should be considered international if one of the securities contained in an account was international.

M. de Fontmichel (France) soutient les commentaires des délégations du Portugal et du Danemark. Il lui semble en effet difficile d'embrasser tous les cas d'internationalité. Selon lui, il serait préférable de laisser une certaine marge au juge.

Mr Afrell (Sweden) stated that he felt every time they created a list, they created more questions than answers. He preferred the old article 3.

M. Deguée (Belgique) approuve entièrement les propos de la délégation suédoise.

The Chairman of the Drafting Committee pointed out that the Drafting Committee had been instructed to add elements to provide an exemplary list and they had done so. Equally, if instructed to take the list away, they would delete it. He indicated that of course he hoped that no delegate would ask them to put the list back in again the following morning.

Ms Negm (Egypt) stated that they should totally delete the list.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) said that the Spanish delegation was content with all of the various options. They had always thought that the convention would apply anyway. He expressed support for all of the proposals, but suggested that if the new article 3 were retained, paragraph (b) should be deleted.

Ms Zhang (China) supported the old version of article 3 and recommended that the substance of paragraphs (a) and (b) could be contained in the Explanatory Report.

Ms Dostie (Canada) also expressed support for the old version of article 3.

Mr Reuschle (Germany) stated that the German delegation would prefer a deletion of the second sentence to return to the old version.

The Chair asked for confirmation that there was general agreement to delete the added list.

Mr Wetzler (Argentina) agreed with the German delegate.

Mr Baumgartner (Switzerland) thanked the Drafting Committee as it was very interesting to see what could be drafted. He also supported the old version, but pointed out that it was important to see where States stand in relation to paragraph (b) because if there was clear support for the principle behind it, then it should be made clear in the Explanatory Report. On this condition, he agreed that paragraph (b) be included in the Explanatory Report.

Mr Kanda (Japan) asked if the old version were returned to, what would then be the view of the substance in paragraph (b).

The Chair pointed out that it was the Dutch delegate who had stated this. She clarified that whether or not paragraph (b) should go into the Explanatory Report was now the issue on the table and thanked the Drafting Committee for their wonderful drafting.

The Chairman of the Drafting Committee explained that under the Rome Convention, Article 3(3) provides that where the choice of law is the only foreign element, the Convention applies. It then goes on to subject this to mandatory rules of the forum, however, the implication is that the Rome Convention does indeed apply in such situations. He expressed the view that the same should apply to this convention, however he raised the question as to whether it should make a difference that this convention deals with proprietary not contractual rights. In his view, the fact that the mere choice of law is foreign should mean that the convention applies.

The Chair stated that some delegations had supported the proposal that the brackets in paragraph (a) should encompass what was in paragraph (b), but sought more indication as to the general consensus on the issue.

Mr Burman (United States of America) agreed that paragraph (b) be retained for elaboration in the Explanatory Report. He asked the Drafting Committee to explain the question thoroughly so that legislators could clearly understand how article 3 should operate.

The Chair concluded that the old article 3 as contained in Preliminary Document No 15 would be retained and that the Explanatory Report would be relied upon to give account of the situations discussed.

Ms Correia (Portugal) asked that the Explanatory Report contain a statement that this convention would in no way affect the application of internationally mandatory rules.

The Chairman of the Drafting Committee replied that article 10 already addresses this.

The Chair commented that she had responded in the same way when she had initially discussed this with the Portuguese delegate.

Ms Correia (Portugal) explained that this is an issue for Portugal as "fraud of law" is not included in the concept of public policy.

The Chair suggested that the Explanatory Report could explain the issue.

Ms Sekhar Naik (Malaysia) asked for clarification as to what exactly had been decided would be contained in the Explanatory Report. If it had been agreed that the convention applies in the situation described by the proposed paragraph (b), then this would go beyond what the convention was meant to cover. Even though she agreed with the Spanish delegate that in the end the result would be the same, she expressed the view that it would still go beyond what the convention should cover.

M. de Fontmichel (France) précise que l'hypothèse identifiée par la délégation portugaise est celle de la fraude à la loi, bien connue en droit international privé. Cette théorie désigne le cas où un critère de rattachement est artificiellement modifié afin de donner un caractère international à une situation qui ne l'est pas. Cependant, il remarque que le juge est en mesure de disqualifier la qualification internationale. Il émet dès lors une réticence à voir cette question abordée dans le Rapport explicatif car, quoiqu'il en soit, la convention ne peut pas aller à l'encontre du pouvoir de disqualification du juge.

La Présidente approuve le fait qu'il existe en effet des institutions de droit international privé qui peuvent être utilisées pour éviter un changement de loi. Elle se réfère notamment à l'article 10.

M. de Fontmichel (France) souhaite préciser que la fraude à la loi se distingue de la théorie relative à l'ordre public en droit international privé. En effet, il explique que cette dernière permet d'écarter des lois contraires à la loi du for; alors que la fraude à la loi désigne l'hypothèse selon laquelle les parties utilisent une « astuce » afin de procéder à l'internationalisation artificielle d'une situation.

La Présidente demande si la France admet que l'article 3 ne présente aucun obstacle à cela.

M. de Fontmichel (France) admet et explique que c'est pour cette raison qu'il ne voit pas l'utilité d'aborder cette question dans la convention.

Mr Dupont (Luxembourg) referred to the comment of the Portuguese delegate regarding "fraud of law". He explained that it seemed they had confined the freedom of choice to the place where the intermediary has an office. However, it would be difficult to conceive when this would become an issue because if it led to a place where there was no office then the fall-back rule would apply and therefore it would not be certain that this would ever come into play.

Mr Kreuzer (Germany) supported the concern of the Portuguese delegate. He suggested it be made clear in the Explanatory Report because for some States that issue would be incorporated in article 10, but for others it would not.

The Chair emphasised that under Italian law, the issue would be included in article 10. She said that everyone accepted that the operation of rules on "fraud of law" would not be prevented by the convention.

Mr Wetzler (Argentina) agreed with the French delegate that this was a completely artificial problem. He explained that it was not necessary to include paragraph (b) as it was incorporated in the reading of article 10 and also could be clarified in the Explanatory Report. He stressed that an artificial choice of law would be fraudulent and any judge would consider it a "fraud of law".

M. Deguée (Belgique) remarque que sur le fond, le droit belge rejoint les droits français et portugais. Cependant, il pense qu'il faut mesurer l'intérêt de la question. Il rappelle en effet l'existence de la liste blanche et se demande alors si la question n'est pas quelque peu théorique.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) suggested that the substance of paragraph (b) should be contained in the Explanatory Report. He agreed with the delegate from Luxembourg. He expressed concern for the situation where, *e.g.* the account holder, the intermediary and the secured party are all Portuguese, but the intermediary has an office in London. He hoped that it was not being suggested that a judge could say that choosing the law of London, simply to avoid the application of national law, was a "fraud of law".

Ms Correia (Portugal) agreed that this was exactly the kind of situation which would not be considered "fraud of law".

The Chair stated that this should dissipate the concern raised by the Danish delegate.

Ms Zhang (China) emphasised that the contents of paragraph (b) were matters of domestic law.

Ms Rocks (EMTA) stated that paragraph (b) should be included in the Explanatory Report. She stressed that the white list, as well as other limitations, seemed to be the avenue to allow freedom to select a law that has a perfectly legitimate basis. Importantly, it allows the selection of a law which is more developed and in line with modern industry practice, than might otherwise be available for some emerging States. She emphasised that these States will of course also develop their systems but she hoped the freedom blessed in the draft would not be taken away.

Mr Hayakawa (Japan) expressed hesitation in returning to the old version of article 3.

Mr Kanda (Japan) stated that if Option A was adopted, one should accept the reality test and that fraud could not be avoided. He expressed concern for the absurdity that the convention would not allow parties to make this choice but that where the test was not met and the intermediary was incorporated in a country merely as a paper company, under article 5 this would be acceptable. He concluded that paragraph (b) would be consistent with the convention containing Option A+ and article 5(1).

The Chair said that the Commission would return to article 5(1) the following day.

Mr Burman (United States of America) agreed with the EMTA delegate. He stated that paragraph (b) might be a mechanism for further benefits to be brought to States currently un-served by the industry. He indicated that some of the responses heard were merely results of the drafting and therefore it seemed this was not a factor for concern. He agreed that there were constraints and that different countries had different traditions and therefore it was important not to overemphasise the issue of "fraud of law".

The Chairman of the Drafting Committee agreed with the United States delegate. He pointed out that there was no such label of "fraud of law" in the United Kingdom, but that instead a similar principle was encompassed in the notion of *bona fide*. Other States may have other different principles and therefore it would not be desirable to attempt to encompass all of these in the text. However, this could certainly be addressed in the Explanatory Report.

The Chair asked the Portuguese delegate whether inclusion of this point in the Explanatory Report would satisfy her concerns. Following her confirmation, it was agreed that the article go back to the Drafting Committee to delete the added text.

The meeting was closed at 6.10 p.m.

Procès-verbal/Minutes No 11

Procès-verbal No 12
Minutes No 12

Séance du mardi 10 décembre 2002 (matin)

Meeting of Tuesday 10 December 2002 (morning)

La séance est ouverte à 10 h 20 sous la présidence de Madame Stefania Bariatti (Italie).

Article 8

The Chair proposed that the discussion start with article 8, followed by articles 12, 13 and 14.

The Chairman of the Drafting Committee explained that article 8 follows the Rome Convention and states that a Contracting State must apply the PRIMA law, regardless of whether that law is a law of that Contracting State or not.

The Chair added that such provision features not only in the Rome Convention, but also in a number of other modern Conventions. She asked for the delegates to express their positions on the article.

Mr Kreuzer (Germany) commented that this is indeed a standard clause and as such it should be accepted.

The Chair sought and received confirmation from the Commission that article 8 was a sound provision, which ought to be accepted. She then proposed the discussion proceed to article 12.

Article 12

The Chairman of the Drafting Committee stated that article 12 was similar to article 8 in that it was commonly found in modern agreements. The purpose of article 12 was to act as a signal of the international applicability and character of the convention. Furthermore, it was to guide the courts to apply an autonomous interpretive regime in interpreting the convention as opposed to the ordinary local cannons of interpretation.

Mr Bernasconi (First Secretary) proposed that the participants consider the possibility of including in the Explanatory Report an option for the Contracting States to send to the Permanent Bureau various information regarding the convention, such as the court decisions from their jurisdictions, to enable this information to be circulated to other Contracting States. He explained that having a mechanism might encourage a consistent interpretation of the convention.

The Chairman of the Drafting Committee stated that the Explanatory Report may not be the best mode of achieving the aim stated by the First Secretary, however he added that it could potentially be achieved by a resolution of the Hague Conference.

The Chair stated that the Lugano Convention has incorporated a provision to facilitate and promote a uniform interpretation of that Convention. She commented that perhaps that experience could be drawn upon for the benefit of this convention.

Mr You (Korea) congratulated the Drafting Committee on producing such a fine version of the text. He commented that international agreements have international characteristics and it is widely understood that treaties need to be treated with uniformity in different jurisdictions. He asked if the treaty would be interpreted in a different light if the clause were not included. As the article may not add much, he saw no pressing need for it to be included.

Mr Burman (United States of America) stated that the United States delegation supports the inclusion of the article, which is indeed standard in modern commercial practice. He added that in the United States of America, and in his ministry, such clauses are taken into account in a most serious manner and the interpretation and actions are often directed to satisfy the intent apparent in such clauses. He also supported the suggestion by the Permanent Bureau to share information and to draft a Conference Resolution to that effect and suggested that the Drafting Committee could address the issue. The existence of such a facility may encourage States to provide the information on the business environment relevant to this convention which would facilitate more consistent interpretation.

Mr Kreuzer (Germany) expressed his support for keeping the clause as he pointed out that its removal could lead to undesired results at least in some States.

Mr Wetzler (Argentina) commented that perhaps the substance of the article is not that vital because it seems obvious that the interpretation of the convention should be uniform in any case. While he does not consider the clause necessary, his delegation would accept its inclusion.

Mr Baumgartner (Switzerland) agreed with those delegates who supported the inclusion of the article. He also supported the proposal by the First Secretary. However, he reminded the delegates that many of the transmitted decisions will be in a language that lawyers in most other jurisdictions do not understand. To ameliorate this problem, the approach taken under UNCITRAL's CLOUT system regarding the Vienna Convention on the International Sale of Goods, *i.e.*, to produce an abstract of a few lines in English or French, has proven to be of little use, because they entail considerable work for the relevant national authorities involved, while the resulting abstracts are frequently too brief to reveal much about the court's reasoning. This problem would thus need to be addressed in the addition to the Explanatory Report suggested by the First Secretary.

The Chairman of the Drafting Committee noted that such clauses are standard in modern times, however they sometimes appear in an expanded form, firstly by way of a preamble and secondly by adding another paragraph, to deal with the issues not conclusively settled by the convention.

M. Pereznieto Castro (Mexique) explique que l'article 12 contient une clause courante qui figure dans la plupart des conventions internationales et notamment dans la *Convention de Vienne du 11 avril 1980 sur les contrats de vente internationale de marchandises* où elle a, depuis vingt deux ans, fait la preuve de son utilité. Il ajoute qu'une clause de ce type constitue un instrument précieux pour les avocats qui pourront s'en prévaloir auprès de

leurs juridictions nationales afin d'obtenir une interprétation autonome de la convention.

Ms Dostie (Canada) added her support for article 12 as it is a common article found in many private international law instruments. The sharing of information which was proposed to be included in the Explanatory Report was similar to the mechanism found in the *Hague Convention of 19 October 1996 on Jurisdiction, Applicable Law, Recognition, Enforcement and Co-operation in respect of Parental Responsibility and Measures for the Protection of Children*, which was very helpful.

Mr Burman (United States of America) noted that he supported the expanded clause as suggested by the Chairman of the Drafting Committee, and suggested that the Drafting Committee look at the issue.

Mr Kreuzer (Germany) stated that he was not persuaded that the expanded article should be adopted. He added that although the clause was used in the Vienna Convention, that Convention was aimed at creating uniform substantial law, which is not the aim here. He stated that finding a uniform interpretation for the private international law instrument could be problematic.

The Chair believed that even though an article may appear redundant to some delegates, it may not be appropriate to delete it from the convention.

Mr Minogue (Australia) expressed his support for the article to be adopted without modifications.

Mr Wetzler (Argentina) stated that in light of the comments of the German and Australian delegates, he is of the view that the position expressed by the Chair be adopted.

Ms Zhou (China) agreed that the article should be adopted without modifications.

The Chair asked whether the discussion should go deeper into the issue to determine the appropriate place to incorporate the suggestion of the collection of the information, *i.e.*, whether it should be included in the Explanatory Report or be solved by way of a Declaration.

Ms Rocks (EMTA) conceded that she does not have the requisite expertise to firmly state the best approach to the problem, but said that the existence of such an information exchange, where information could be sent to, and accessed by, the interested parties would be very helpful.

The Chairman of the Drafting Committee suggested that one should be very careful about including material in the Explanatory Report which does not follow directly from the text of the convention. He explained that the Explanatory Report is primarily used to explain the convention and not to add new topics thereto.

The Secretary General proposed that in line with the general wishes of the Commission, the Drafting Committee draft a proposal to be adopted in the Final Act.

Mr You (Korea) stated that while he does not think that the article resolves any of the issues, he is nevertheless prepared to support its adoption.

The Chair stated that in order to go with the traditional approach to the issue and for the aim of the proposal to be achieved, she proposed the issue be resolved in the Final Act and requested the Drafting Committee to draft an appropriate instrument. She then proposed the discussion shift to article 13.

Article 13

The Chairman of the Drafting Committee stated that article 13 appeared to be self-explanatory and invited the Secretary General to add his comments on it.

The Secretary General said that it is extremely important that a Convention is not only well drafted, but also that it was followed-up. This not only assists in modifying the text of the convention to deal with arising issues, but also allows it to be incorporated in the proposed budget.

Mr Burman (United States of America) expressed his agreement with the Secretary General, and added that it is indeed an advantage for the Hague Conference if it is able to perform such a task. He added that the Permanent Bureau may wish to consider whether to hold meetings to review the interpretation of the convention in different jurisdictions in order to promote uniformity and its widespread adoption.

The Secretary General fully agreed with the United States delegate.

Mr Crawford (Canada) stated that such mechanisms have proven to be a very useful tool and supported the proposal by the United States delegate to hold meetings to discuss the interpretation of the convention.

Ms Rocks (EMTA) expressed support for the comments by the Canadian and United States delegates and added that the educational value of such meetings and the value of information collected would be enormous.

Mr Kreuzer (Germany) added his support for the proposal.

The Chair consulted the Commission and concluded that the proposal had uniform support. She suggested the discussion move to article 14.

Article 14

The Chairman of the Drafting Committee explained that the purpose of article 14 was to put in place the mechanism required for the amendments to be incorporated in the convention. He added that proposals would be sent to the Secretary General, and the question is then how many States need to express support in order for the Special Commission to be established. The intent of paragraph (1) was to ensure that sufficient support existed for the Special Commission to be convened, but that the support for its establishment did not equate to the support for the proposal to be considered.

The Secretary General commented that these proposals are relatively new and there appeared to be a broad agreement on the need for such a mechanism. There was some uncertainty regarding the exact number of votes needed, *e.g.*, a simple majority or a significant majority of two-thirds of the Contracting States. He suggested that for the consideration by the Commission, perhaps the participants would prefer not to bind themselves to a particular number in order to convene a Special Commission, but rather that the discretion be vested with the Permanent Bureau. For example, the Permanent Bureau could convene the Special Commission if, following the customary and extensive consultations with the Contracting States, they determined that there was a real chance the Special Commission would produce results.

The Chairman of the Drafting Committee added that such a mechanism could be useful, provided the delegates agree.

Procès-verbal/Minutes No 12

Mr Wetzler (Argentina) commented that he is in favour of a significant majority as perhaps a simple majority may not be sufficient.

Mr Minogue (Australia) expressed his support for the proposal by the Secretary General. He said there is a danger that some States may attempt to dictate the agenda for the amendments, however Member States as well as other interested parties have come to rely on the very sound judgment of the Permanent Bureau. He supported the proposal that would give the Permanent Bureau the discretion to convene a Special Commission.

Mr Pereznieto Castro (Mexico) agreed with the proposal by the Secretary General and added that it was a good practical piece of legislation, which would assist the convention.

Mr Burman (United States of America) also agreed with the proposal by the Secretary General and added that the Member States have been well served by the Permanent Bureau in the past. The Permanent Bureau has always discussed issues extensively and the oversight by the Permanent Bureau would add consistency and be a valuable contribution to the convention.

Mr Baumgartner (Switzerland) also agreed with the proposal by the Secretary General and said that the majority of two-thirds or a simple majority created a requirement which was too cumbersome. He pointed out that the subject of the drafting was not a Constitution or a similar document, and therefore there should be more flexibility in convening the Special Commission.

Mr Reuschle (Germany) supported the comments by the Swiss delegate and added that the words in brackets in article 14 are too strict. He also directed the attention of the Commission to the use of the term "Contracting State". He pointed out that under the Vienna Convention there was a difference between the terms "Contracting State" and "a party". He explained that upon signing the convention the signatory would be considered a Contracting State, but after the ratification of the convention it would be referred to as a party. He pointed out the difference between private international law and public international law and thus, there should not be a reference to the two-thirds majority of the Contracting States.

The Chairman of the Drafting Committee stated that he understood that upon ratification the Contracting State would become a party, therefore the issue is whether there should be an opportunity to submit a proposal for the amendments to the convention before it came into force.

Mr Crawford (Canada) supported the proposal by the Secretary General and the Australian and United States delegates, and others, regarding the substance of article 14. He said that the substance of article 14 appears to be covered under article 13, but if the Commission believes that the article should be kept separate, then the Canadian delegation would prefer a more flexible wording. Perhaps one reason for the inclusion of a separate provision could be budgetary considerations, as mentioned by the Secretary General.

Mr Kuzmin (Russian Federation) stated his flexibility on the issue of the number of States required for a Special Commission to be convened, but in addition he drew the attention of the Commission to Article 40 of the Vienna Convention, which he then recited. He raised a concern that the current wording of the article suggests that decisions are to be taken within the Special Commission. This could lead to the role of non-Member States being inconsistent with Article 40 of the Vienna Convention. He suggested that the Secretary General could clarify the issue.

The Secretary General stated that the Hague Conference has applied Article 40 of the Vienna Convention since 1980 and invited all Contracting States to support the proposal. He said that as the substance of the article did not appear to be controversial, then perhaps the discussion should not focus on it to such an extent.

Mr Wetzler (Argentina) stated that he was in favour of strict rules regarding the process of convening a Special Commission as such a Commission could produce far-reaching results, such as to change the number of votes needed to support an amendment.

The Chair clarified that the majority in question was in relation to the convening of a meeting and not in relation to the actual amendments. She explained that her understanding was that the words in brackets in article 13 were to be substituted with words to the effect of "significant support" so as not to constrain the Secretary General and the Permanent Bureau in the exercise of their discretion and that such proposal received significant support from the Commission.

Mr Bernasconi (First Secretary) stressed the importance of the distinction between the convening of a Special Commission and the adoption of amendments. He noted the importance of providing the Secretary General and the Permanent Bureau with some leeway regarding the first issue and added that the adoption of amendments would be governed by the same principles as those used to establish the convention, including widespread consultation.

Mr Wetzler (Argentina) asked whether the First Secretary meant that there would be an attempt to reach consensus.

The Chair stated that consensus was the preferred approach and that it had been employed by the Hague Conference over the previous two years.

Ms Zhou (China) commented that in regard to article 14, she was of the opinion that the text in brackets was to be deleted. Regarding the comments by the Russian and German delegates, she thought that a policy decision should be made whether the language referred to a Contracting State or to a party.

The Chair commented that in her understanding the Hague Conference used the term to refer to what the Vienna Convention might call a party.

The Chairman of the Drafting Committee explained that in his understanding of the question, a Contracting State is one which signs a Convention, but once the requisite number of signatories is obtained and the convention is ratified, such Contracting States become parties. He added that this issue does not appear to be very significant for the scope of the convention, and that in reality it comes down to the timing of the entry into force of the convention.

Mr Minogue (Australia) expressed his opinion that the article should have been non-controversial, but that it seemed to excite a robust discussion. He then drew the attention of the Commission to the proposal by the Canadian delegate relating to the possible deletion of article 14, as it appeared to be covered already by article 13. If some aspects of article 14 are found not to be covered, he

suggested they could be incorporated into article 13 by adding another paragraph.

Mr Crawford (Canada) strongly agreed with the comments by the Australian delegate and added that there had never been an article similar to article 14 in previous Hague Conventions. He explained that with the discretion provided for in article 13 the need is removed for the debate about Contracting State / party. He stated that article 14 could therefore be deleted, however if the Commission decided against this then it should be retained with broad language.

Mr Bernasconi (First Secretary) suggested that since the words at the end of article 13 refer to the issue of amendments to the convention it does appear to be possible to delete article 13. He added that such deletion would also result in the deletion of article 14(2), but the Special Commission itself could resolve this point when it meets.

Mr Wetzler (Argentina) clarified the comment he made earlier by stating that it was made in relation to the potential amendments and not to the issue of how to convene the Special Commission. Therefore, he expressed his support for the comments by the Secretary General and the First Secretary.

Ms Negm (Egypt) supported the comments by the First Secretary and added that if article 14 was retained in its current form, then she would support the Chairman of the Drafting Committee on the point regarding the Vienna Convention, *i.e.*, that parties have an option to amend the convention before it enters into force.

Ms Rocks (EMTA) suggested that the technicalities of the issue be referred to the experts, and added her strong support for the discretion to be given to the Secretary General, especially since the potential problems could be identified by a number of interested parties, such as one from an emerging market and therefore the benefits of such a facility are indeed significant.

The Chair sought and received support from the Commission on the comments by the First Secretary and the Australian, Canadian and other delegates on this point. She proposed the discussion move to Working Document No 22 and invited the United States delegation to explain the substance of the document.

Working Document No 22

Mr Rogers (United States of America) explained that during the earlier discussions the decision had been made to also apply the PRIMA rule to internal conflicts of laws that arose within a Multi-unit State. He said that Working Document No 22 was only intended to avoid all doubts in regard to this aim. He illustrated that where a French lender held securities through an intermediary located in New York, the convention would not only determine the application of the law of the United States of America but would also lead directly to the law of New York. The law of New York might consider that the perfection requirements have to be made in the State where the debtor has his office, which may or may not be in New York. He added that Working Document No 22 intended to make sure that in such a case the law applicable to the mode of perfection would be the law of the unit designated by the law of New York and not the law of New York itself.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) stated that the explanation given by the United States delegate seemed very convincing. While such problem could not at the moment arise in Spain, he left open the possibility that it could be the case at some future point in time and consequently, he would be in favour of the clarification proposed in Working Document No 22.

The Chairman of the Drafting Committee clarified the point that where Working Document No 22 referred to perfection, what was really meant was the "mechanism of perfection".

Mr Rogers (United States of America) agreed with the comment by the Chairman of the Drafting Committee.

Mr Pereznieto Castro (Mexico) expressed general agreement with the proposal contained in Working Document No 22, but requested clarification on the point that the term "law" in a Hague Convention normally referred to the "law in force" and thus the reference to the law in force seemed unexpected. He also referred to the provisions contained in sub-paragraph (a) of Working Document No 22.

The Chair noted that the only new aspect in Working Document No 22 was contained in sub-paragraph (b) and that the substance of sub-paragraph (a) had been agreed upon earlier.

Mr Trovatore (Italy) expressed his support for the proposal by the United States delegation and added that it seems in line with the general purpose of the convention. He expressed support for the drafting point made by the Chairman of the Drafting Committee.

Mr Crawford (Canada) agreed with the proposal by the United States delegation and added that a similar situation could arise in Canada, where the law under the convention could point one to Ontario, where the Central Securities Depository (CSD) is located. He further explained that the Canadian CSD allows filing as one of the methods for perfection, and that the filing is to take place where the debtor is located, which may or may not be in Ontario. As the economies of Canada and the United States of America are significantly interrelated, Canadian corporations often have direct holdings of United States t-bills at the Department of Trade and Commerce. If a loan agreement was entered into, the law under the convention would point to the law of New York, and it may direct filing at the location of the debtor. Thus, the location could be in New York, or in another State within the United States of America or even in Ontario. Thus, this aspect of the mechanism for perfection was not sufficiently clarified and it could create problems where the law of the unit pointed one outside the country.

The Chair commented that this appeared to be outside the scope of the discussion on the Multi-unit State and also appeared contrary to what was agreed to in article 9.

Mr Kreuzer (Germany) stated that he would not object to the proposal by the United States delegation, although the point was arguable that it serves as an exception to the principle of article 9 and therefore should be dealt with in the Explanatory Report.

Mr Sussman (FMLG) stated that his delegation strongly supports the proposal by the United States delegation.

Mr Hayakawa (Japan) said that if the New York law states where filing is to take place, then it is not really an application of another law, but rather an application of the law of New York. He added that he supports the proposal in order to produce certainty.

Procès-verbal/Minutes No 12

M. Pereznieto Castro (Mexique) indique que la proposition contenue dans le Document de travail No 22 ne vise que les conflits de lois internes tandis que la proposition formulée par la délégation du Canada conduirait à introduire dans la convention une réelle règle de conflit de lois propre aux questions d'enregistrement à des fins d'opposabilité en matière de droits réels portant sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire.

Mr Kreuzer (Germany) stated that the current proposal does not address the last issue raised by the Canadian delegate because it only resolves questions within a Multi-unit State.

Mr Wetzler (Argentina) agreed with the Mexican delegate in that the proposal addresses the internal conflict of laws issues and not the external conflict of laws issue as raised by the Canadian delegate.

Mr Rogers (United States of America) confirmed that the need for the clarification only arises because of the decision, for the purposes of the convention, not to stop the analysis at the border of a Multi-unit State, but to attempt to locate the precise unit therein.

Mr Crawford (Canada) supported the proposal and added that the proposal is important in Canada for the same reason it is important in the United States of America. He added that the law of New York may point to other jurisdictions altogether, but he is prepared to accept the solution currently discussed.

Ms Zhou (China) stated that she does not see this issue as a problem in China as there were no internal conflict of laws rules at this point in time. She requested more information on the relationship between this article and article 9.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) agreed with the proposal of the United States delegation and the clarification suggested by the Chairman of the Drafting Committee. The proposal is not really concerned with the issues in article 9 as it is more about the substantial law and not about the conflict of laws issue in its strict sense. He also agreed with the comments of the Canadian delegate that the problem of where the law of, *e.g.*, New York points one to another country, merits attention.

The Chair stated her understanding that it is a conflict of laws issue when the investigation of the requirements for the mode of perfection leads one interstate, but that it is not a conflict of laws issue when the directions are intrastate.

Mr Sigman (United States of America) commented that the proposal is only concerned with the directions given within a State and therefore, for the purposes of the proposal the issue of article 9 does not arise. He further added that the clarification achieved by this proposal would benefit not only investors in the United States of America, but also other parties, *i.e.*, those who face such issues in other Multi-unit States as well as those who invest in the United States of America. He concluded that the presence of clear rules adds certainty and foresight which are to be encouraged.

Mr Morton (United Kingdom) expressed his agreement with the comments of the United States delegation and noted that the proposal does not deal with renvoi, but only with the internal conflict of laws rule for a very limited purpose.

Mr Hayakawa (Japan) supported the proposal, whilst noting that the language of sub-clause (b) of the proposal could create some problems with some States, as pointed out by the Chinese delegate. Thus, he suggested that perhaps the Drafting Committee could re-examine the language of the proposal.

The Chair agreed that the Drafting Committee should examine the issue to determine if an improvement in the language is possible in order to address the concerns raised. She then proposed for the discussion to move to article 5 *bis*.

Article 5 bis

The Chairman of the Drafting Committee stated that a significant number of important comments had been received on article 5 *bis* and the Drafting Committee had attempted to incorporate them into the text. The article applied in cases where a change in law had taken place, *e.g.*, where the parties chose a different law to that previously selected, or alternatively, where the parties had failed to make an explicit choice and the fall-back rule pointed to the law of incorporation and then subsequently they made an explicit choice. He explained that paragraph 2 had not changed from the previous version. With regard to paragraph 3, its current wording reflected the comments received from the delegates, *i.e.*, where a party agreed to a change of law, then the new law should apply with respect to that party. Paragraph 3(a) ensures that the existence of an interest that arose before the change in law, is unaffected by the change, as well as the perfection of a disposition made prior to the change. Paragraph 3(b)(i) deals with a situation where there is an interest before the change in law, followed by a disposition, then the old law will apply if the disposition took place before the change in law. Paragraph 3(b)(ii) ensures that where there is an attachment creditor, even when the attachment takes place after the change in law, the old law continues to apply. Similar reasoning applies to the insolvency proceedings which are opened after the change in law under paragraph 3(b)(iii). He explained that the priorities dispute between interests that arose before the change in law will continue to be governed by the old law. Paragraph 4 ensures that all issues specified in article 2(1) are governed by the new law, subject to paragraph 3 and paragraph 5, which reflects the comments by the Portuguese delegation. The substance of paragraph 5 is to ensure that when determining the issues specified in article 2(1) under the new law, greater right and priorities do not follow merely from the change of law itself. Thus, *e.g.*, an interest should not be given a greater priority under the new law than what it was entitled to under the old law, and interest which was attached, but not perfected, should not be recognised as perfected under the new law.

Mr Sigman (United States of America) explained that although article 5 *bis* did not produce all the results the United States delegation would have liked, his intervention should be regarded as a clarification of their understanding of this provision and not as a deviation. He stated that it appears that the *chapeau* of paragraph 3 goes further than desired because as its stands, it would appear to include all persons who would not have consented to the change of law, whereas it appears evident from the comments by the Chairman of the Drafting Committee that only parties to a disposition were intended to be covered. He added that some persons, *e.g.*, the insolvency administrator or the attachment creditor, would never express their consent, nevertheless they should not be excluded from the scope of this provision. He raised a point which required some clarification. Paragraph 3(c) seemed to cover

all priorities between interests that arose prior to the change in law. However, it could be the case that one of the interests had been re-perfected after the change in law and therefore it is important to note the consequences of such an action. He fully agreed with the comments of the Chairman of the Drafting Committee regarding the nature of paragraph 5, however he also suggested that the meaning of the paragraph may not be apparent to the users of the convention. He suggested that the explanation of the substance and the effect of paragraph 5 be included in the Explanatory Report.

Mr Rogers (United States of America) confirmed that the crucial principle was contained in paragraph 4, namely that where there are two dispositions, one under the old law and one under the new law, the new law governs the priorities dispute between the two.

The Chair suggested that the order of paragraphs in article 5 *bis* be changed to set out the main rule and then the exceptions.

Mr Ding (China) stated that the title of the article could be changed to bring it into line with the other articles in the convention. Also, as it appeared that the text of paragraph 1 had changed, the question arose as to whether a case where no account agreement existed and one subsequently came into existence, would be covered by the article. He asked what would happen if there was a change in the place of incorporation, provided that the fall-back rule pointed to that place to find the relevant law. He also enquired what would happen if there were multiple changes of law.

The Chairman of the Drafting Committee explained that regarding the effects of a change of the place of incorporation, the requirements in respect to the application of the fall-back rule were determined at the time of conclusion of the account agreement. Regarding the non-existence of an account agreement, he stated that ordinarily some agreement is required in order to have securities credited to an account.

Mrs Rocha (Portugal) also considered that the chapeau of article 5 *bis* (3) should be modified in order to clarify that it does not apply to all persons who have not consented to a change of law. She added that this provision might be difficult to apply when different interests have been created before the change of law and that change of law is only accepted by one the interest holders.

Mr Girsberger (Switzerland) said that in the case of competition between a right perfected before the change of law and a right perfected after the change of law, article 5 *bis* would lead one to apply the new law and therefore might not protect "vested rights". Therefore, it should be made clear that the classical "vested rights" theory has been excluded by the convention.

The Chairman of the Drafting Committee noted that under paragraph 3(b)(i) the old law only applied to the disposition made before the change of law occurred and the new disposition would be governed by the new law.

Mr Girsberger (Switzerland) reiterated that it should be made clear in the Explanatory Report that the convention does not adopt the "vested rights" theory. He added that article 5 *bis* (3)(b)(i) presents only one potential situation, while many others are possible, and thus a general statement to clarify the exclusion of the theory could be useful.

Mrs Tuokila (Finland) indicated her unease with the use of the word "effectiveness" in article 5 *bis* (3). She noted that it may lead to some uncertainty regarding the understanding of the concept in different jurisdictions, and therefore suggested that clearer wording be contemplated by the Drafting Committee.

The Chairman of the Drafting Committee stated that this question had been considered by the Drafting Committee and at the moment, the current wording had been selected. He added that the word should be understood to capture the creation of the interest and its efficacy against third parties.

Mr Kreuzer (Germany) had always thought that the creation and the perfection of an interest were both covered by the wording of article 5 *bis* (3) because the effectiveness of an interest in some jurisdictions only required a valid creation thereof in order to be "perfected".

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) commented on the point raised by the Chinese delegate regarding the existence of the account agreement. He explained that in some Nordic countries an account agreement was not directly concluded between the account holder and the intermediary, therefore it was unclear from the present wording of the article, the outcome in this case. He stated that it might be desirable to redraft article 5 *bis* in order to achieve certainty in this situation. He commented that perhaps the words "after the change of law" could be removed from paragraph 3(b)(ii)-(iii) because from the logic of the article, such situations should also be covered before the change of law. Furthermore he expressed his feeling of unease over paragraph 3(a), as it would preserve the perfected status of an interest under the old law indefinitely.

Mr Morton (United Kingdom) explained that the issue of the account agreement raised by a number of delegates was dealt with by the change in the definition of an account agreement, where the parties to an account were purposefully not identified. As the Chairman of the Drafting Committee mentioned, the Drafting Committee discussed the issue and they were of the opinion that some agreement would be in existence to cover an account. He addressed the point about the perfection status under the old law by noting that the intention has always been for the new law to govern the priorities between the old and the new interest, but that the perfection of the old interest under the old law should continue to be governed by that old law.

The Chairman of the Drafting Committee added that for paragraph 3(ii) and (iii), in the case where the second interest arose prior to the change in law, the issue was dealt with by paragraph 3(c) and the old law applied.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) stated his appreciation for the comments by the Chairman of the Drafting Committee, however there could still be some uncertainty where no agreement existed between an account holder and an intermediary, and subsequently such agreement came into effect.

M. Deguée (Belgique) indique qu'il souhaite faire deux remarques relatives à la structure de la convention. Il explique qu'il est favorable d'abord à l'inversion de l'ordre des paragraphes (3) et (4) de l'article 5 *bis* et ensuite à ce que l'article 5 *bis* soit renommé article 6.

Ms Maas (EBF) thanked the Drafting Committee for the very important and fruitful job that they have undertaken, which was extremely important to the industry she represented. She stressed the importance of preserving the old

Procès-verbal/Minutes No 12

law to the relevant degree, especially where the secured party is unaware of the change of law.

Mr Langlet (EBF) asked whether article 5 *bis* would cover the effects of a change of law in regard to rights held against the intermediary.

Mr Morton (United Kingdom) provided an affirmative answer and stressed that the rights against an intermediary were clearly within the scope of the article.

Mr Hayakawa (Japan) expressed his support for the substance of the article. He added that a lot of uncertainty could be resolved in the Explanatory Report. He raised a point in regard to the situation where the change of law had been ratified by a third party, that it appears questionable if it would still be the new law which would govern a priorities dispute if only one holder of competing interests had agreed upon the change of law.

Mr Kanda (Japan) explained the point further as follows. Provided two interests had been created before the change of law and one interest after the change of law, the new law would undoubtedly govern the priority conflicts arising between all of them. However it is not apparent which law would govern a priorities dispute between the first and the second interest. He suggested that it could well be the old law which was applicable to this question. Due to the importance of paragraph 3(c) it could be taken out and presented as a separate paragraph. He commented that with respect to the comments from the Finnish delegate, the issue of the term "effectiveness" could be clarified in the Explanatory Report. He added that the same rule as the one provided in article 5 *bis* could be required in other circumstances. The situations dealt with in article 19 or even situations where directly held securities were later held indirectly could be regarded as creating similar problems. He finished by reiterating his support for the article.

Mr Crawford (Canada) noted that in article 5 *bis* some rules were expressed in terms of when the interest arose, and others in terms of when the issues arose. Thus, he suggested that some redrafting could be done to bring this into line. He agreed with the United States delegation in that the re-perfection after the change of law should be relevant.

Mr Ding (China) agreed with the comments by the Danish delegate in that the old law may not be a good solution with respect to proprietary issues. He also reiterated that the issue of multiple changes of law remains, to an extent, uncertain.

Ms Rocks (EMTA) expressed her support for the redrafting process that has taken place and the clarifications provided by the United States delegation. She also hoped that the Danish delegation was satisfied with the outcome on the issue of the account agreement. She reiterated that it is important for the scope not to extend beyond the current account relationship. She stated that the current draft of the article was acceptable.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) agreed that article 5 *bis* was related to article 19 and that consequently the same principle should be applied. He added that the issue relating to the term "effectiveness" should be dealt with in the Explanatory Report.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) suggested with respect to the issue of an account agreement that the wording could be changed, *e.g.*, by adding the words "relevant to that account".

The Chairman of the Drafting Committee asked the Commission to decide whether the principle contained in article 5 *bis* should be retained, namely that the priorities dispute between two prior interests (*i.e.*, prior to the change in law) be governed by the old law and the same principle be retained with respect to an attachment or an insolvency that took place after the change in law.

Ms Hansen (United States of America) said that the possibility of seeing the discussion on article 19 reopened was a matter of great concern for the United States delegation. She stated that the drafting of article 5 *bis* had been very difficult and she considered that the result produced was satisfactory.

The meeting was closed at 1.30 p.m.

Procès-verbal No 13
Minutes No 13

Séance du mardi 10 décembre 2002 (après-midi)

Meeting of Tuesday 10 December 2002 (afternoon)

La séance est ouverte à 15 h 30 sous la présidence de Madame Stefania Bariatti (Italie).

Article 4(1) and 4(2) – Working Document No 21

The Chair wanted to be sure that the Drafting Committee had prepared a text on articles 4, 5 and 7 that the Commission agreed with (*cf.* Working Document No 21). She said the instructions given to the Drafting Committee would need to be precise.

The Chairman of the Drafting Committee said that the first change in article 4(1) was in the *chapeau* "alone or together with other offices . . . etc." which now affected (i), (ii) and (iii). The second change was in article 4(2) where the word "merely" had been inserted after sub-paragraphs (a), (b) and (c). These texts made it possible to dispense with defining a representative office but would also cover that notion. With reference to article 4(3), the Japanese paragraph (X) had been included with little modification. This paragraph dealt with the complex situation described by the Japanese delegation.

The Chair asked for comments.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark, EU Presidency) said that the European Union had a joint position on article 4(1) and (2) and they were generally pleased with this part of the article. However, the European Union

States would like to change the wording of the representative function in article 4(2)(d). The words "does not have authority to make any business decisions" could be changed to "does not have authority to enter into an account agreement for the account of the intermediary it represents".

Mr Guynn (IBA) requested clarification on that point. He thought that at the end of sub-paragraph (d) the words "including contracting for any securities account" said the same thing. Perhaps "other than those related" could be changed to "unrelated to".

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark, EU Presidency) said that the Drafting Committee could solve that issue.

Mr Devos (Belgium) thought that the words "to make any business decision for the account of" were too broad. The wording could be changed to "industry solely engaged in representative functions". It would be necessary to restrict the scope of sub-paragraph (d) to the conclusion of a security account and not to refer to any business decision.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark, EU Presidency) explained that an office could have representative functions, *e.g.*, the power of signing a lease, yet not be able to contract regarding securities accounts.

Ms Maas (EBF) asked whether the change in article 4(1) which referred to an express business agreement would also cover the usual German business practice of General Business Conditions. She requested clarification that the General Business Conditions were part of the account agreement.

The Chair thought this problem had already been solved.

The Chairman of the Drafting Committee said that if the question was whether the express agreement could be in one or more documents, then the answer would be positive.

Article 4(3) – Working Document No 21

The Chair asked for comments on article 4(3) which was the Japanese article (X).

The Chairman of the Drafting Committee said that there had been general support for article (X) in the Commission when it had been discussed. The Drafting Committee thought that the text covered the problem and asked whether anybody thought that the problem had not been treated properly.

Mr Kanda (Japan) said he was very satisfied with the current text.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark, EU Presidency) said that the European Union States would like to take more time to discuss the new draft of article 4(3) in order to establish a common position.

Article 5: General Comments – Working Document No 21

The Chair said that the discussion would be postponed on article 4(3) and invited the delegates to turn to article 5.

The Chairman of the Drafting Committee explained that article 5(1) reflected the proposal by the German delegation to provide an intermediate fall-back rule. It would thus limit the distance between the failure of a contractual agreement and the choice of the law of incorporation. It provided that if a law were not determined under article 4, yet the account agreement had been entered into through a particular office, this office would be a determining factor. This rule would enable one to select a law more realistic than the place of incorporation. He insisted that it would not be the actual location but rather a "documentary statement as to the office through which the account agreement was entered into". This would mean that if the account agreement said that the agreement had been made through an office in a particular State or territorial unit, then one would apply that law. A simple test was suggested in brackets (article 5(1) *in fine*) "For this purpose the relevant parts of the account agreement are those which initially identify the parties and those which introduce or describe the signatories of the account agreement". This wording was an attempt to provide a slightly unusual rule, which would identify the parts of the document to be looked at, and which parts were to be excluded. With regard to article 5(2) and (3), these were the old fall-back rules with a slight rearrangement. In article 5(2)(a), (2)(b) and 5(3) *in fine*, a time factor had been put in as the text pointed to the law applicable in the State at the time of the account agreement.

Article 5(1) – Working Document No 21

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark, EU Presidency) informed that the European Union States had agreed on a common position to article 5(1) although the Drafting Committee could make some improvements. The words "clear from the account agreement" could be changed to "the account agreement unambiguously provided". With regard to the words in brackets, the European Union found them difficult to apply in an Internet agreement. Therefore, they thought these words should be deleted.

Mr Wiener (United States of America) said that the United States delegation did not share the opinion of the European Union. They thought that the words in brackets were very important and the key to acceptance of this proposal. Some time was needed to check if they could accommodate this proposal made by the German delegation. He insisted that the amount of certainty and cost should not be higher than that of the incorporation fall-back rule. The idea behind the words in brackets translated a concept that would keep costs down to a supportable reasonable level. As a common position with the European Union was not yet possible, he suggested postponing the discussion on this point until adequate wording had been found.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark, EU Presidency) asked the United States delegate what he thought about the change of wording from a "clear" to an "unambiguous" choice.

Mr Wiener (United States of America) said that he agreed with a clear and unambiguous choice.

Mr Beckett (Australia) said that he was not sure that this provision was necessary but he did not oppose it. He supported the change of wording from "clear" to "unambiguous". With regard to the wording in brackets, he said it was good if the parties need not work through a two thousand page document, even if there were some problems in Internet transactions.

Mr Guynn (IBA) supported the change of wording from "clear" to "unambiguous", as it must be an express agreement.

Mr Sussman (FMLG) said that from the industry's standpoint he also supported the change of wording from "clear"

Procès-verbal/Minutes No 13

to "unambiguous". With regard to the words in brackets, it would be good to not have to plough through the whole document. The preamble would often be worded "the bank XXX acting through such a branch" and the name of the institution would appear on the signature line. It would be sufficient to focus on these two sections, and it would be necessary to avoid giving importance to locations referred to in the *corpus* of the document for other purposes (*i.e.*, noticing purposes). The investigation should be limited to a standard location in the agreement, *i.e.*, the preamble or signature block. The question remains whether the reference should be in both the preamble and the signature block.

Ms Correia (Portugal) requested clarification from the United States delegation as to what would happen if the signature on the document differed from the stamp. Would one then go on to the incorporation fall-back rule? She wondered whether the word "unambiguous" would solve that problem.

Mr Wiener (United States of America) said that one could imagine that the signature block would indicate the Bank of New York, Lisbon branch, yet in the rest of the document Spanish law seemed to apply. It is not certain that this would be unambiguous for a judge. The person who had to perform due diligence would have no certainty on the judge's position and the brackets would help to lessen this difficulty.

Mr Reuschle (Germany) said that he was in favour of deleting the second sentence. He did not see any specific difference between a signature block and a signature line.

Mr Dupont (Luxembourg) said he understood the concerns expressed by those people in the securities industry, because they would always have a choice of law clause. The provision here was merely to apply to the opening of consumer accounts for whom the applicable law was naturally the local law. Thus the restriction to the first and last page would be inappropriate. He added that often the General Conditions were only signed by the customer and not by the bank. This text was just a draft for consumer accounts.

Ms Maas (EBF) supported the European Union position on the fall-back rule. She agreed with the German and Danish delegates that the words in brackets should be deleted.

Mr Crawford (Canada) said that it was wrong to believe that judges would solve this problem. There was a need for *ex ante* certainty and he felt that what was unambiguous for some could be very confusing for others. He stated that this provision was another step that would add nothing but cost and uncertainty.

Mr Guynn (IBA) said that contrary to the comment by the delegate from Luxembourg, one could not characterise this as a consumer provision because this provision would have an impact on the industry as a whole.

Mr Baumgartner (Switzerland) supported the position of the EU Presidency and said that this concerned a situation where at the time of the account agreement, the parties were not aware that it was an international agreement. He requested clarification on this point.

Mr Dupont (Luxembourg) responded that he did not say that this provision was only for consumers, yet it would be interesting to learn from the industry how many account agreements have a governing law clause.

Mr Sussman (FMLG) said that they were not concerned about future agreements but rather existing account agreements. He added that perhaps article 20 would solve the problem.

Mr Wiener (United States of America) said that the question concerning how many account agreements had choice of law clauses was of no importance here. He explained that parties could become parties through mergers and thus be confronted with an unexpected international situation.

Article 5(2) – Working Document No 21

M. Deguée (Belgique) relève que la formulation de l'article 5 contient les termes « constitution » et « organisation ». Cette référence à la *lex societatis* n'est pas souhaitable dans la mesure où ce critère est flottant. Il propose dès lors d'introduire une hiérarchie plus claire dans le texte français pour éviter que ces deux termes ne soient considérés comme équivalents. M. Deguée suggère d'ajouter les termes « la constitution ou à défaut l'organisation » aux paragraphes 2 et 3. S'agissant de l'article 5(1), M. Deguée suggère de faire la correction suivante dans la version française : « dans l'unité territoriale de l'Etat à plusieurs unités ». Il suggère enfin de remplacer le terme « comparution des parties » par le terme « identification des parties » au sein du texte entre crochets proposé au paragraphe 1.

The Chair requested the delegates to leave article 5(1) and terminological questions aside for the moment.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark, EU Presidency) said that the European Union States were generally pleased with the wording. However, in article 5(3) line 2 one could say "otherwise organised".

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) added that article 5(2) and (3) had been changed to refer to the place of incorporation at the time of the account agreement. Yet in Nordic Central Securities Depositories there would be no agreement between the account holder and the intermediary. Perhaps instead of referring to the account agreement one should refer to the time the account was opened.

Mr Guynn (IBA) agreed with the Danish delegate that it might be easier to refer to the time of the opening of the account.

Ms Rocks (EMTA) said that this could cause some difficulties, as the definitions required an account agreement and this provision would suggest that there was no account agreement.

Mr Ding (China) remarked that the words "incorporation or otherwise organised" would be confusing if a company was incorporated in State A and organised in State B. He also enquired whether the words "incorporation or otherwise organised" is meant to create a cascade.

Mr Morton (United Kingdom) said that when the term "otherwise" had been introduced it was intended to create a cascade. If this did not appear so, the Drafting Committee could change it. With regard to the remark that there could not be an account without an account agreement, it was logical yet in the Danish case there was no account agreement and the rights of the parties were of legal origin. Thus it would be necessary to refer to the time of the opening of the account.

Mr Guynn (IBA) said that when there was a written agreement it should be used, otherwise one would refer to the time of the account opening.

Mr Rogers (United States of America) added that there would always be a time when the account was opened and perhaps it would be safer to write, "at the time the account agreement is entered into".

Mr Morton (United Kingdom) said that one could use the account agreement when there was one and the opening of the account if there is no agreement.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) said that using the time of opening the account would solve all problems.

Mr Brandman (ISDA) agreed with the British delegate that it should be the time the agreement was executed.

Mr Morton (United Kingdom) said that some clarity could be put into article 20.

Mr Guynn (IBA) agreed with articles 4 and 5 and said that article 20 could be reduced from three to two paragraphs.

The meeting was closed at 4.35 p.m.

Procès-verbal No 14

Minutes No 14

Séance du mercredi 11 décembre 2002 (matin)

Meeting of Wednesday 11 December 2002 (morning)

La séance est ouverte à 10 h 00 sous la présidence de Madame Stefania Bariatti (Italie).

General Provisions and Final Clauses: Articles 20, 21, 22, 23 and Amendments to Articles 1(5), 11, 17 and 19

The Chair began the discussion on final and general clauses, which she commented should not raise any substantive issues. She invited the First Secretary to introduce Working Document No 23.

Mr Bernasconi (First Secretary) stated that Working Document No 23 dealt with slightly less exciting, but nonetheless important technical issues which needed to be addressed carefully to ensure the smooth operation of the convention. With a view to keeping the discussion as focused as possible, Working Document No 23 had been produced to summarise the ideas of the Permanent Bureau. He suggested the Drafting Committee deal with the first issue (sequence of the articles) as this was not appropriate to discuss in the Commission. He continued that the document dealt with a series of new provisions which should be looked at in detail. There was a new article 20, which provided that "No reservations to the Convention shall be permitted". He explained that this was a standard clause and followed the Hague system whereby, rather than provide for reservations formulated after the adoption of the text, Hague Conventions only allowed for negotiated reservations. According to this system, the possibility and the limit of a reservation must be embodied in the convention itself; *i.e.*, all negotiating Member States would have agreed with it. The text of this convention did not provide for any reservations, however, this would in no way impact on the system of declarations which could be made under the convention. In this regard, the Permanent Bureau also suggested adding a general declarations clause which would specify how declarations should be made, the time at which they take effect; and the possibility and effect of their modification and withdrawal. The general declarations provision would not address the question of what time declarations must be made. It was thought more appropriate to specify this within each single article because some declarations are required to be made at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, while others could be made at that time or any time later on. He stated that for the general declarations provision to work, slight modifications were required elsewhere. First, article 1(5) would be slightly amended to indicate at what time the declaration must be made. The Permanent Bureau suggested this should be allowed at any time, and not limited to the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession. Secondly, with regard to article 11(3), the first declaration possible under article 11, which operates where the fall-back rule points to the law of a Multi-unit State, a State may make a declaration to apply its internal conflict rules in order to direct the law from one unit to another. The First Secretary explained that due to the need for absolute predictability and certainty, it was essential to know in advance whether these rules were to be applied. Thus, the Permanent Bureau suggested that such a declaration should only be permitted at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession. He said that article 11(4), the second declaration in article 11, allowed a State to extend the provision in article 4(1) to the territorial unit whose law was to be applied. It was suggested that this be permitted at any time and not limited to the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession. Furthermore, the inclusion of a general declarations provision would also allow a shortening of the renumbered article 19 (old article 18) on Multi-unit States. All the proposed changes to article 19 were quite straightforward and made possible simply by the inclusion of this additional provision. In relation to the renumbered article 17 (old article 16) relating to Regional Organisations, he suggested adopting the title from the Unidroit Convention on International interests in mobile equipment, which is "Regional Economic Integration Organisations". This was sensible for the sake of consistency. He pointed out that the declaration in that provision was not really a declaration in the technical sense of the convention. Rather it was a mechanism to provide the Depositary with information who would in turn distribute the information to the Member States and Contracting States to the convention. He explained that these declarations do not come into effect but merely provide information to the outside world of a pre-existing situation. Thus, the general declarations clause would not need to cover these article 17 declarations, which could remain self-standing. Moreover, the reference to "Regional Economic Integration Organisations" in article 17 required an amendment to article 18. As the text stood, the convention would not enter into force for a Regional Economic Integration Organisation.

Procès-verbal/Minutes No 14

This was because article 18 referred only to the convention entering into force for a "State" which could not be read to include Regional Economic Integration Organisations, which were only encompassed by the term "Contracting State". Thus, a slight amendment to article 18 was required to allow the convention to also enter into force for Regional Economic Integration Organisations. He then introduced the general declarations clause, the new article 21. This provision described how a declaration could be made, the fact that it could be modified and how it could be modified. He explained that the idea for the mode of modification was to submit a new declaration rather than amend existing declarations. This would avoid having a declaration with many substantial amendments which would all need to be read together in order to understand the full picture. By only submitting new declarations, each would be self-standing and a single document could be relied upon in relation to each declaration for each State. This was considered a more convenient approach than allowing for amendments. He explained that declarations could also be withdrawn at any time by a new declaration. The moment the declaration would come into effect was of real importance. He explained that normally in Hague Conventions, the clock starts when the Depositary receives the notification. However, he suggested that for this convention the time would begin once the notification was sent out to all States Parties to the convention and the Member States of the Hague Conference. This would give the industry sufficient time to adjust to any new situation provided by the declaration. For example, the Depositary receives a notification which sits on its desk for two weeks doing nothing. If the time began from the date of receipt of notification, the industry would lose two weeks of valuable time needed to adjust to the change. This triggered the question of whether a similar change should be made for the time of entry into force of the convention itself. He stated that the Permanent Bureau was in the hands of the Commission on this question. It was perfectly conceivable to have different systems for the entry into force of the convention and for Declarations. He explained that article 23 simply addressed which notifications needed to be given by the Depositary. He pointed out that this provision refers to "Members" and not "Member States" which takes into account the possibility that in the future, not only "States" may be Members of the Hague Conference but also other bodies.

The Chair suggested they deal with one point at a time. She confirmed that the Commission had no objection to leaving the reordering of the text to the Drafting Committee, which would in any case submit a new text incorporating many changes. She reiterated that article 20 was a basic principle for all Hague Conventions, which needed to be stated explicitly in order to avoid doubt. It would exclude the possibility of any misunderstanding under the Vienna Convention and the Rome Treaty. She confirmed that there was agreement on article 20. As to the timing for declarations in the proposed drafting, the Commission agreed that a declaration made under article 1(5) should be permitted at any time. She recalled that the Permanent Bureau had suggested that declarations under article 11(3) be permitted only at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession. She expressed the view that this was reasonable in order to give certainty.

The Chairman of the Drafting Committee stated that they needed to resolve the question of the bracketed language contained in article 11(3).

The Secretary General asked what the situation would be if a State which was not a Multi-unit State at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession became a Multi-unit State at a later time. He sought clarification as to whether all agree that such a State could therefore not make a declaration under article 11(3).

Mr Morton (United Kingdom) affirmed that if a State became a Multi-unit State after the entry into force then they could not make the declaration.

The Chair stated that as it was agreed that declarations under article 11(3) should be permitted only at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, she asked for the Commissions view on the bracketed language.

Mr Kuzmin (Russian Federation) preferred the term "may" because "shall" would place an unnecessary duty on the State making the declaration.

Mr Burman (United States of America) preferred the term "shall" because the other States would know the rules which should be applied.

The Chair asked for any further positions on the bracketed language.

The Chairman of the Drafting Committee agreed with the United States delegate. He emphasised that obligating States to provide this information would not require them to write a textbook. It would be up to each individual State to decide the extent of information they would give. He said that if the provision were merely permissive it would not be very helpful.

Ms Dostie (Canada) felt that the wording was sufficiently flexible and the Canadian delegation would accept "shall".

Mr Kreuzer (Germany) supported the position of the United States and British delegations and thanked the Canadian delegate for her comments.

Ms Correia (Portugal) expressed support for the term "shall" because it would help judges to apply the convention.

The Chair agreed that help must be given to other States so that judges could know which laws to apply.

Mr Ding (China) did not take a position but said that his delegation could accept either choice. He asked what would happen if the word "shall" was used, and a State omitted to communicate the rules. He wondered whether those rules would therefore not be applicable. He also asked about the possible sanctions for the failure to communicate.

The Chair replied that there would not be any sanction; the rules would still be applicable in spite of the failure to communicate. No State would be taken to the International Court of Justice for such a breach.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) wondered what would happen if the internal law rules change. He sought clarification as to whether the provision of information was required on an ongoing basis.

The Chair responded that this is an information providing mechanism and there was certainly no time limit. Good faith would require that information would be provided as rules change, however, regardless of the information communicated, a court would be required to apply the rules in force at the time, and not just those rules which were given to the Depositary.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) agreed with this analysis, as it was clear that a judge would be obliged to apply the rules in force. He wondered whether States would be obliged to give the information as the rules change.

The Chair queried whether these changes occur so often.

Ms Dostie (Canada) responded to the question of the Danish delegate that they would certainly be required to communicate any changes. In fact they had already considered this question and were relieved to see that the proposed article 21 allowed for modifications to be made in order to achieve this.

M. Germain (France) remarque qu'il s'agit d'hypothèses compliquées par lesquelles la France est peu concernée. Cependant, la délégation française préfère retenir le mot « doit » plutôt que « peut » même s'il constate qu'il s'agit d'une information imparfaite.

Mr Kreuzer (Germany) pointed out that it would be in the interest of Multi-unit States themselves to provide this information as it would facilitate the opportunity for judges of other countries to apply the correct law, which they had declared would apply.

Mr Burman (United States of America) stated that the German delegate had precisely expressed the view of the United States delegation. The timely provision of information was clearly in the interest of the States concerned if they wished to facilitate the operation of their capital markets. He pointed out that it was rather a self-policing provision.

Mr Minogue (Australia) commented that the provision would not affect Australia directly but if it were simply a facilitative mechanism, would it really need to be put into the text of the convention itself.

The Secretary General explained that this provision is not simply facilitative as it is supposed to be a matter of routine for the operation of the convention. It should be included in the convention as a reminder that this communication needs to take place. In response to the comment of the Russian delegate, he pointed out that this would by no means be a burden, as the Hague Conference would remind them to provide the information.

Mr Burman (United States of America) emphasised that the provision was more than merely an aspiration. It was a treaty obligation with real value and needed to be complied with correctly.

The Chair confirmed that article 11(4) should retain the word "shall", and for an article 11(4) declaration, the Commission agreed that it could be made at any time. In relation to article 19 on Multi-unit States, she pointed out that the changes were really just "maquillage" as there would now be a clause on declarations in general. The first change from "declare" to "make a declaration" would simply make the provision consistent with the rest of the convention. The deletion of the words "and may modify this declaration by submitting another declaration at any time" was merely a co-ordination of the words as this would be provided for in the general declarations clause. The words "shall be notified to the Depositary" could be deleted because this too would be provided for in the general declarations clause. She confirmed that no delegation had any opposition to the changes to article 19. She then addressed the change in article 17 (old article 16) regarding Regional Economic Integration Organisations, which was a provision that had not been discussed. She noted that it was becoming more or less a standard clause to allow such organisations to accede to Conventions. She confirmed that the Commission agreed with the changes made to the heading of article 17.

The Chairman of the Drafting Committee pointed out that perhaps the words "notified in writing" were now superfluous in light of the general declarations provision.

Mr Bernasconi (First Secretary) stated that these words were in fact necessary because the general declarations provision did not refer back to article 17, as that declaration was different in nature to the others. It would not have the effect of putting the system in place, rather it would give information to the outside world regarding the pre-existing system of competence.

Mr Reuschle (Germany) pointed out that in light of the First Secretary's explanation, it seemed better to change the wording to "shall notify the Depositary" rather than require a declaration. Otherwise the difference in nature would be unclear and seemed confusing.

The Chair agreed that the text could simply be changed to read "The Regional Economic Integration Organisation shall, at the time of signature, acceptance, approval or accession, notify to the Depositary the matters governed by this Convention in respect of which competence has been transferred to that Organisation by its Member States. The Regional Economic Integration Organisation shall promptly notify the Depositary of any change to the distribution of competence, including new transfers of competence, specified in the notification under this paragraph, by making a new notification". She explained that it would be preferable to avoid the use of the term "declaration" because this provision was of a different nature. She asked the Regional Economic Integration Organisation present, the European Commission, whether they would be satisfied with taking out the reference to "declaration" and instead requiring a "notification".

Mr Filippini (European Community-Commission) responded that the European Commission had not been instructed on the matter but that in principle, he had no objection to the proposed change.

The Chair explained that this change was not substantial but grammatical. She emphasised that it was simply to reflect that the word would have a different meaning in this context than it would in other articles.

The Secretary General explained that article 17 was simply article 16 of the June 2002 preliminary draft.

Mr Filippini (European Community-Commission) stated that the change was acceptable.

The Chair confirmed that the change was simply making the provision more coherent. In any event, the second sentence refers only to "notify any changes" and making this change would therefore make the article consistent. She thanked the European Commission and suggested this now go to the Drafting Committee to implement it. She recalled that the Permanent Bureau had suggested article 18 refer explicitly to Regional Economic Integration Organisations, so that the convention would enter into force for those organisations as well as for States.

Mr Bernasconi (First Secretary) noted that there was a further result of the inclusion of a general provision dealing with entry into force of declarations. It seemed

Procès-verbal/Minutes No 14

possible to delete article 18(2)(b) which dealt with the extension into force of the convention to territorial units of Multi-unit States. He suggested that article 17(2)(b) in Working Document No 21 be deleted.

The Chair pointed out that the proposal in relation to article 17(2)(b), now article 18(2)(b) was being made in light of the fact that Regional Economic Integration Organisations could accede to the convention. Therefore, it may be useful to amend the text so that such an organisation would also become an entity party through entry into force. She asked for comments from the Regional Economic Integration Organisations' representatives and delegates. She reiterated that the change simply made clear that when it becomes a party to the convention, the organisation would be subject to the same rules and obligations as other parties. It seemed that otherwise becoming a party would have no effect.

Mr Filippini (European Community-Commission) stated that the European Commission accepted the present draft.

The Chair asked whether there were any comments on the bracketed language contained in article 18, which provided for a time factor of either three or six months.

Mr Burman (United States of America) said that having thoroughly consulted with the industry, the United States delegation suggested taking a choice of three months for provisions where those brackets appeared. This would be sufficient time for the industry to work with. He noted that with regard to the suggestion by the Permanent Bureau regarding when the time would begin, three months would be sufficient.

The Chair agreed that it was the industry which needed to comment on this issue as it would be the industry which would be directly affected by any entry into force or declaration.

Ms Rocks (EMTA) said that in light of the amount of time spent developing this project, the shorter the time required for the work to take effect, the better.

Ms Maas (EBF) preferred a six-month delay as this would be better for those States which needed to make more changes to their substantive laws.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) stated that this issue was directly related to article 20 which would determine the interpretation of pre-convention dispositions and therefore reserved the position of the Spanish delegation until there was a decision on article 20.

The Chair clarified that there were now three choices: three months, six months, or reserve the position. She sought indication as to what should be done.

Mr Kreuzer (Germany) pointed out that the three months would not begin from the adoption of the draft convention and therefore there was no need for great concern as to whether the time was three months or six months for entry into force.

The Chair agreed with the German delegate.

Mr Burman (United States of America) said that the United States delegation had wanted to make the same comment. Plans were already underway within the industry and by the time the convention entered into force, there would be forms, statements, "magic words" and modifications to agreements already in place to comply with the convention, including those agreements referred to in article 20. He therefore emphasised that there was no need to further extend the time.

The Chair agreed that the time would not begin from the adoption of the draft convention, but from the date of ratification, acceptance, approval or accession of each respective State.

Ms Dostie (Canada) agreed with the United States and German delegations that three months would be acceptable.

The Chair confirmed that the majority agreed to three months for the time of entry into force of the convention under article 18.

Ms Dostie (Canada) referred to the deletion of article 18(2)(b) suggested by the Permanent Bureau. She acknowledged that the point would now be covered under article 21, but preferred to retain it within article 18 as it was in other Hague Conventions. She preferred reinsertion of the provision as a separate article 18(2)(b) for the sake of clarity and to give it a more official status.

The Chair asked for any observations and expressed an understanding for the rationale behind the desire of the Canadian delegate. As no States objected, it was decided that article 18(2)(b) be retained. She then began the discussion on the general declarations provision itself, article 21. She pointed out that it provided how to make a declaration, how to modify it, withdraw it and the effect of a declaration and its withdrawal.

The Chairman of the Drafting Committee suggested that sub-paragraph (d) be amended to read ". . . any declaration made at a subsequent time and any new declaration . . .". This would ensure that it covered both declarations made as a modification, and declarations made for the first time, following signature, acceptance, approval or accession.

The Chair suggested it could alternatively read "including any new declaration".

The Chairman of the Drafting Committee expressed no preference as to the precise wording, only that it should be clarified. A declaration made at a subsequent time related to declarations made later, but new declarations were different and instead would refer to declarations made to modify existing declarations.

The Chair thought it was general enough as it stood, however as the Permanent Bureau agreed, it was confirmed this amendment would be made.

Ms Dostie (Canada) sought clarification on article 21(3) under the explanation of the proposed declarations clause in Working Document No 23. She suggested that it should read ". . . new declaration will enter into force in accordance with Article 21(d) for D and E." This was because it would already have been in force for units A, B and C.

The Chair agreed that this would be a correct clarification.

Mr Burman (United States of America) raised the question of the bracketed language in sub-paragraph (e). He explained that this was a separate issue than the other time factors. Withdrawals would require a slightly longer period of adjustment for the industry and therefore suggested these take six months to take effect.

The Chair acknowledged this concern.

Mr Kreuzer (Germany) supported the proposal by the United States delegation for six months.

Mr Baumgartner (Switzerland) also supported the option for six months as it would take time to adjust to the changes.

Mr Wetzler (Argentina) also supported the option for six months.

The Chair confirmed that under article 21(e), withdrawals of declarations would take effect six months after the notification was made by the Depositary.

The Secretary General stated that obviously the Permanent Bureau supported its own submission on Article 23, but they reserved the right to perhaps suggest slight amendments to the final clauses as there were still ongoing consultations with the Depositary itself.

The Chair acknowledged there were no objections to Article 23. She pointed out that the concluding paragraph as contained in Working Document No 23 was in all Hague Conventions. She confirmed that there were no objections to the concluding paragraph. She asked if it would be possible to finalise article 5(1).

Mr Burman (United States of America) requested more time to conclude the coordination effort before article 5(1) was addressed for the final time.

Article 1(2)(B)

The Chair introduced Working Document No 24 containing a proposal by the German delegation for article 1(2)(b).

The Chairman of the Drafting Committee explained that when originally drafted, article 1(2)(b) was intended to be very general, so that the convention would cover all liens by operation of law in respect of claims in favour of the account holder's intermediary. He pointed out that the German delegation was proposing a limiting factor.

Mr Christmann (Germany) recalled that when statutory liens were introduced into the convention at the Special Commission in January 2001, some delegations had expressed the view that the convention should not be applicable to any statutory liens, but it should be clarified precisely which were covered. He reminded the Commission that Working Document No 10 had proposed the provision be limited to liens "in relation to the securities account" and there had been no adverse written comments received regarding that proposal. He then recalled that this specification was lost in later drafts without any discussion about the deletion. The German delegation was therefore proposing that this be reintroduced.

Mr Devos (Belgium) reminded the Commission that Belgium was the delegation which had suggested it was necessary to include statutory liens for the benefit of securities settlement systems, intermediaries, within the scope of the convention. Although he expressed a preference for the current text, he stated that they would also accept the proposal by the German delegation in that it provided specification which could be useful.

Mr Sigman (United States of America) supported the proposal by the German delegation. He stated that the proposal reflects the way he had always understood the provision was intended to be interpreted. He doubted whether other States gave liens for any other types of claims anyway. Nevertheless, he stated that this clarification could do no harm and for the sake of clarity, the American delegation would support the amendment.

Mr Dupont (Luxembourg) agreed with the Belgian delegate's comments and stated that the Luxembourg delegation would also accept this amendment.

Mr Wetzler (Argentina) supported the proposal for article 1(2)(b), which would make the provision clearer.

Mr Kanda (Japan) also supported the proposal. He explained that in some jurisdictions "lien" had a very broad meaning and therefore the general notion may not be appropriate. He pointed out to the Drafting Committee that the sentence was now very long and suggested it be divided again into "(b) a disposition in favour of the account holder's intermediary; and (c) a lien by operation of law in respect of any claims arising in connection with the holding and operation of a securities account, in favour of the account holder's intermediary".

The Chair thanked the Japanese delegate for the drafting point, to which the German delegation also agreed.

Ms Rocks (EMTA) supported the proposal by the German delegation. She commented that her perception had always been that the intent was to limit the provision to these types of claims anyway. She took no position in relation to the drafting suggestion by the Japanese delegate. She pointed out that normally throughout the convention, when referring to "securities accounts", the word "maintaining" was used and when referring to "securities" the words "held with an intermediary" were used. She asked whether the use of the word "holding" here in relation to "securities accounts" was meant to imply something different or whether it would be better to use the word "maintaining".

Mr Christmann (Germany) replied that the proposal was not intended to mean anything else. He suggested that it go to the Drafting Committee but cautioned that the changes to be made to the proposal should be very clear as there had already been a lot of delicate fine-tuning to reach this draft.

Mr Devos (Belgium) light-heartedly promised to watch what the Drafting Committee did, with the German delegation's interests in mind.

The Chairman of the Drafting Committee said the Drafting Committee would probably divide the provision into sub-paragraphs (b) and (c).

Mr Christmann (Germany) pointed out it had appeared originally in Working Document No 10 just like that.

Mr Crawford (Canada) supported the proposal by the German delegation. He drew attention to the fact that the explanation given in Working Document No 23 gave a narrower interpretation than the actual effect of the provision may be. The provision did not specify "statutory" liens and in some jurisdictions "lien by operation of law" would include those implied by law, such as a common law banker's lien. Therefore it could be given a broader meaning than the statutory liens which were the subject of discussion.

The Chairman of the Drafting Committee agreed that it was entirely correct that "statutory lien" was a narrower concept than "lien by operation of law". However, the drafting would be difficult to change and he preferred to leave it as it was.

Procès-verbal/Minutes No 14

Mr Crawford (Canada) agreed that it could be left as it was, but he was making the point to ensure that the Commission realised it may be interpreted to include common law liens as well.

M. Germain (France) constate qu'il existe un consensus au sein des délégations sur cette question. Cependant, il se demande si un privilège légal ne pourrait pas, dans certaines hypothèses, être considéré comme relevant de l'ordre public.

M. Devos (Belgique) répond qu'il faut s'assurer de ne pas glisser sur le terrain du droit substantiel et matériel. Il rappelle que cela ne concerne pas la présente convention dont l'objet est uniquement d'assurer une sécurité juridique quant aux conflits de lois en matière de garanties tel que le gage. Il souligne qu'il est important de se limiter à cette vision.

Article 10(3)

Mr Dupont (Luxembourg) doubted that article 10 was intended to set aside any provision of public policy. He explained that article 10(1) excluded international public policy, article 10(2) allowed for some policing by the judge of the forum in applying PRIMA, and article 10(3) provided an exception to paragraphs (1) and (2) in relation to rules imposing "requirements" with respect to perfection. He questioned whether it was intended to mean that rules regarding priorities as such should be excluded from applicable public policy rules as well as "requirements for perfection". He suggested deleting "or relating to priorities . . ." to clarify that it was only rules regarding the requirements for perfection which had to be excluded.

Ms Sekhar Naik (Malaysia) also wished to express concern regarding article 10(3), which clearly diluted the application of article 10(1). She sought clarification as to the extent of the dilution. She had understood from informal discussions that where a State had regulatory requirements or procedures in place regulating the transfer of securities on the books of its Central Securities Depository, such regulatory requirements were distinct from the requirements referred to in article 10(3). Thus, the particular clarification sought was that such regulatory requirements would not be regarded as a further step for "perfection" and as such caught by article 10(3). She stated that the Malaysian delegation had been told that such requirements were regulatory and therefore not within the scope of the convention. In this case, the perfection of the interest in the security within the requirements of the convention would be recognised by the courts as against the intermediary or account holder and effective against them. However, it would not be recognised as against the Central Securities Depository in that it would be required to effect a transfer unless the regulations regarding transfer requirements were and could be complied with. Given the definition of "perfection" (*i.e.*, "completion of any steps necessary to render a disposition") read in conjunction with the definition of disposition would read "completion of any steps necessary to render any transfer of title effective against persons who are not parties to that disposition". She was concerned that the Central Securities Depository would therefore be required to transfer the securities regardless of its regulations and therefore affect the substantive law. She sought clarification on this point so that the regulatory requirements would not be seen as additional "perfection" requirements and as such remain unaffected. She suggested the insertion of the words "Nothing in this article prohibits the imposition of a law of the forum of any general requirement prohibiting or restricting transfer of securities by persons subject to the jurisdictions of that State" or wording that the Drafting Committee could propose.

Mr Sigman (United States of America) emphasised that article 10 had been introduced into the text of the convention at a very early stage. He recalled that there had already been a substantial amount of time and energy put into drafting the provision, taking into account the standard provisions found in other Conventions as well as the specific task at hand, *i.e.*, to make the private international world better and to facilitate transactions for the mutual benefit of all States. He pointed out that article 10 reflected the desire to preserve public policy and mandatory law in the private international law sense, but not to invite judges to do "business as usual". Rather, they should understand that the convention itself defines public policy and that all had agreed to this with the economic world in mind. He stressed that judges should not be free to ignore the provisions of the convention by using "fraud of the law" or the argument that it violates public policy. Article 10 as it was currently drafted reflected that balance. Article 10(3) was intended to preserve the benefits of the convention from such attacks and prevent the overriding of its provisions. He acknowledged that commercial law requirements for perfection or rules of priorities were not to be included in the convention by dressing them up as public policy. He said that stating in the text that courts were free to disrupt priorities would waste all the effort previously made. He stressed that at this late date, any attempt to amend the draft was not likely to be productive.

Mr Ding (China) supported the proposal by the Malaysian delegate that article 10 could be clarified.

Mr Hayakawa (Japan) explained that this was a private not a public international law convention. He stressed that they could not prevent regulation from the view of public law. This was already clear from article 10(2) and therefore the concern of the Malaysian delegation could be dealt with in the Explanatory Report. He suggested that the order of the paragraphs could be changed in order to emphasise the point. He said that the intention was already very clear but it could be clarified either in the text or the Explanatory Report.

Mr Kreuzer (Germany) supported the United States and Japanese delegations. He stated that this was a private international law convention and the effect of article 10 was that private law perfection provisions should not disturb the convention. If this was not clear, public international rules could be used to override private international law, and this would disturb the whole process of the convention. He agreed that it could possibly be clarified in the Explanatory Report but the wording as it stood in the text was sufficiently clear to avoid a bad result.

Mr Morton (United Kingdom) acknowledged the concerns of the Malaysian delegation and agreed that the provisions discussed were of fundamental importance for public policy in Malaysia. Therefore it was understandable that they would want this point as clear as possible in order to continue the restrictions under Malaysian law. However, he echoed the comments of the German, United States and Japanese delegations that those general regulatory and criminal restrictions were clearly the prerogative of the Malaysian delegation and article 10(1) permitted this. It had never been suggested otherwise. He understood that the question at hand was whether the relevant requirements fell within article 10(3) and therefore could not be used as a backdoor way of reintroducing private perfection requirements. This provision was intended to make clear that private law of the forum could not

prescribe the position and status of security interests depending on private requirements. It may well be the case that public policy rules on illegal contracts might mean that certain interests were not enforced in Malaysia but this does not convert those provisions into perfection requirements within article 10(3). He reiterated his understanding for the concern of the Malaysian delegation but shared the opinion of other delegations that extra language would simply cause confusion. He invited the Drafting Committee to ensure that those types of provisions were clarified within the Explanatory Report as not falling within article 10(3).

Ms Sekhar Naik (Malaysia) thanked the British delegate for his suggestion. She stated that she still preferred to have this clarified in the text, but could accept if it were at least emphasised in the Explanatory Report. She would appreciate if the views of the Malaysian delegation were sought if examples were required.

The Chair confirmed that the concerns of the Malaysian delegation regarding article 10(3) would be reflected in the Explanatory Report. She asked the Commission whether they were settled on article 1(2) and article 10.

Mr Dupont (Luxembourg) acknowledged that the concerns of the Malaysian delegation regarding article 10(3) would be clarified in the Explanatory Report but pointed out that he had raised the issue of article 10(3) for different reasons. He sought clarification as to whether the reference to requirements extended to, *e.g.*, statutory liens of the Luxembourg Central Bank which were necessary for monetary policy purposes and would regulate priorities. He stated that they had always understood it was only the requirements with respect to perfection and not priority which would be excluded under article 10(3).

The Chairman of the Drafting Committee stated that from a drafting point of view, the text may need a little adjusting to clarify that it refers to provisions (1) imposing requirements for perfection and (2) relating to priorities – but not requirements relating to priorities. He explained that if "or relating to priorities" were taken out of the text, they may end up with an unintended result.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) agreed with the Luxembourg delegate. He pointed out it was true that there were certain requirements for priorities. For example, one could perfect an interest, but not be able to achieve priority without fulfilling certain formal requirements.

Mr Dupont (Luxembourg) apologised if he had misread the provision. However he emphasised that this was a fundamental point because if article 10(3) included requirements relating to priorities then any statutory lien would only have territorial effect and would be defeated if a foreign law was chosen under an account agreement. He felt that private international law should not affect public monetary policy to such an extent. If it were only referring to perfection requirements, this would be acceptable, but to include priority requirements would be taking the scope too far.

Mr Sigman (United States of America) stressed that it was not helpful at this late moment to have a semantic discussion in order to preserve a specific countries' statutory liens. He expressed concern for the danger in trying to deal with such a sensitive provision and wondered whether this was a question of substance or semantics.

Mr Kreuzer (Germany) understood the provision to be that no private law rule could be turned into public international law. Therefore one could not put a public law hat on a private law rule to give it internationally mandatory rule status. He stressed that the aim was to prevent purely private rules being transformed to public rules.

The Chair stated that this should not affect mandatory rules which would apply under article 10(2).

M. Béraud (France) souligne que la délégation française est consciente que, comme l'a rappelé la délégation des États-Unis, l'article 10 est le fruit d'un compromis entre l'impératif d'ordre public et l'application de la convention. Cependant, il se joint au propos du délégué luxembourgeois et pense que moins on en dit, mieux on se porte. Il affirme que, de toute façon, le juge est capable de décider si une situation relève du risque systémique et donc de l'ordre public. C'est pour cette raison qu'il approuve la proposition de M. Dupont visant à limiter le contenu de l'article 10(3).

The Chair suggested this should go to the Drafting Committee.

Mr Burman (United States of America) stressed that this was a very important issue and if there was no general consensus on something substantial, the change could not simply go to the Drafting Committee.

The Chair clarified that she was not sending it to the Drafting Committee to effect the changes requested by the Luxembourg delegation, but simply to see if there was a way to resolve this issue. As an Italian delegate, she was content with the provision as it stood.

Mr Dupont (Luxembourg) stated that originally he had thought it was simply a semantic drafting problem. However, article 10(3), an exception to paragraphs (1) and (2), needed to be read in connection with article 2(1)(d) because the convention deals with interests and not only dispositions. If article 10(3) means that the convention would overrule priority rules of public policy in a given State, then the convention goes too far. If it does not, then the provision would be fine.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark, EU Presidency) sought clarification as to whether all agree that the convention allowed a court to impose those statutory liens as public policy. He emphasised that it was necessary to know what the consensus was on such a substantial point.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) agreed with the proposal from the Luxembourg delegation that the article should not allow the convention to prevail over statutory liens granted for monetary policy reasons.

Mr Wetzler (Argentina) agreed with the Luxembourg and Spanish delegates in light of reading article 10(3) and article 2(1)(d) together.

Mr Sigman (United States of America) asked the Luxembourg delegate for clarification of the proposed change. He gave the example of litigation in an English court where PRIMA was French law but the Central Securities Depository was based in Luxembourg. He asked whether the Luxembourg delegation was proposing that the English court should enforce the statutory lien granted under Luxembourg law to the Central Securities Depository, even though PRIMA was French law. He wondered whether it was being argued that the super-priority of the Luxembourg statutory lien should become universally applicable.

Procès-verbal/Minutes No 14

Mr Dupont (Luxembourg) stated that public policy is a matter for the forum and obviously could only be applied in Luxembourg. His concern was regarding where Luxembourg was the forum and PRIMA law was another law. In those circumstances, a Luxembourg court must be able to apply public policy and that is as far as his suggestion goes.

M. Béraud (France) s'associe aux propos du délégué luxembourgeois. A la lecture de l'article 10(3), il semblerait que la convention ait pour effet de limiter les pouvoirs du juge du for en matière d'ordre public. Il ne comprend pas l'utilité d'une telle disposition. Il propose de modifier la rédaction de l'article 10(3) en remplaçant les termes « to perfection or relating to priorities » de la version anglaise par « to perfection or with respect to priorities ».

Mr Hayakawa (Japan) pointed out that there were two types of statutory liens: private law liens and those with a public purpose, *e.g.*, monetary regulation. The convention cannot infringe the ability of a forum to apply its own public law and therefore the statutory lien described by the Luxembourg delegate should be public from the point of view of the convention. He acknowledged that there were borderline cases which would be ambiguous. However, this was a well-known problem of private international law and it would not be possible to resolve it in this specific field of indirectly held securities. He concluded that article 10 was well established and should be interpreted from that viewpoint.

The Chair left the discussion on article 10 open to allow for informal consultation in order to clarify concerns and viewpoints.

The meeting was closed at 12.40 p.m.

Procès-verbal No 15*

Minutes No 15*

Séance du mercredi 11 décembre 2002 (après-midi)

Meeting of Wednesday 11 December 2002 (afternoon)

La séance est ouverte à 15 h 30 sous la présidence de Madame Stefania Bariatti (Italie).

The Chair suggested that the discussion focus on Working Document No 25, prepared by the Drafting Committee. Working Document No 25 was the latest version of the text of the proposed convention, which was needed for the plenary session. She requested that the comments relate only to the changes made since the last draft and not to the substance of the articles, which had been previously discussed.

The Chairman of the Drafting Committee stated that this was the latest version of the draft text, however there were still issues outstanding. He noted that the order of the articles had not been changed; this was intentional as it is an administrative task which will be undertaken at a later point in time, to ensure that the cross-referencing within the convention remains correct. He noted that there were two changes to the definitions in article 1. The first one was the definition of "office", which excluded temporary places of business or those of another person. The second one involved the definition of "insolvency proceedings", which was taken directly from the Cape Town Convention, drawn up by insolvency experts. He added that in article 1(5) there was a provision for the State under whose law the securities were constituted, to make a declaration excluding the system operator from being an intermediary for the purposes of the convention.

The Chair hoped that when the French version of the Working Document was distributed, the native French speakers would examine it to ensure that the French version is satisfactory.

Mrs Tuokila (Finland) proposed that the definition of the account agreement be changed by inserting the words "with the relevant intermediary" in order to solve the problem for the Nordic countries, where there is no agreement between the investor and the Central Securities Depository,

* Les experts engagés dans les négociations renvoient communément au « problème de la page 37 » en référence à la page à laquelle le problème était examiné dans le Document préliminaire No 1 lors de sa diffusion aux Etats membres, dans une édition provisoire. Ce document est désormais publié dans le présent tome des Actes et documents et a été repaginé en conséquence. Le « problème de la page 37 » figure maintenant aux pages 46-48 du présent volume.

* The experts participating in the negotiations refer generally to the "page 37 problem" when making reference to the page at which this problem was examined in Preliminary Document No 1 when distributed among the Member States in a provisional version. This document is now published in this volume of the Proceedings and has been repaginated as a result. The "page 37 problem" can now be found on pages 47-49 of this volume.

who is the relevant intermediary for the purposes of the convention.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark, EU Presidency) supported the proposal by the Finnish delegate.

The Chair asked whether such modification would be compatible with the other related definitions in article 1(1) and asked if there were any comments on this proposal.

Mr Afrell (Sweden) expressed support for the proposal.

Mr Kanda (Japan) stated that the proposal is sound, but he wanted to ensure it was an appropriate change with regard to the other definitions in article 1(1).

The Chair sought and received general agreement on the issue and proposed the discussion focus on article 2.

The Chairman of the Drafting Committee stated that the most significant change in article 2(2) was the deletion of references to (1)(b)-(c), which was done in order to cover paragraph 1(a) as well. He also drew attention to paragraph (3), and specifically to the words "to the extent that such rights are purely contractual or otherwise purely personal". He clarified that even where the rights themselves are contractual, their disposition was governed by the convention, but it does not govern contractual rights themselves.

Mr Wetzler (Argentina) raised a point regarding the earlier discussion about the use of the word "credit". He commented that perhaps the word "debit" might need to be incorporated into the definition.

The Chairman of the Drafting Committee explained that the problem with the word "credit" arose in relation to the definition of a securities account, which was resolved in article 1(b).

M. Béraud (France) suggère que la définition du compte de titres pourrait éventuellement être modifiée afin d'indiquer clairement que l'intermédiaire pertinent au regard de la détermination de la loi applicable est celui sur le compte duquel les titres sont transférés car cela n'est affirmé explicitement dans aucune disposition de la convention. Il ajoute qu'une telle précision paraît particulièrement souhaitable lorsque le transfert intervient entre deux intermédiaires situés dans des ordres juridiques différents.

M. Dupont (Luxembourg) indique que l'inquiétude dont la délégation française vient de faire état lui paraît justifiée car aucun grand principe n'affirme clairement dans la convention que la loi applicable est celle de l'intermédiaire qui tient le compte vers lequel les titres sont transférés. Il ajoute qu'en réalité la consécration de cette acception de l'intermédiaire pertinent résulte uniquement d'une lecture *a contrario* de certaines dispositions de la convention à l'image de celle consacrée au changement de loi par exemple.

M. Bernasconi (Premier secrétaire) explique qu'à l'occasion des débats consacrés au problème de la page 37, la décision avait été prise de se contenter d'une précision dans le Rapport explicatif. Il précise que la seule disposition spécifique qui avait alors été retenue est celle qui figure désormais dans l'article 4(3) du Document de travail No 25 et qui doit permettre d'appréhender l'hypothèse particulière exposée par la délégation japonaise dans laquelle le transfert est réalisé par le titulaire du compte au profit non pas d'un autre intermédiaire mais de celui qui tient les titres pour son compte.

La Présidente indique que le problème soulevé par la délégation française relève davantage, selon elle, des modalités de mise en œuvre de la règle de conflit que d'une définition plus claire de la notion d'intermédiaire.

M. Béraud (France) indique qu'en dépit de l'intérêt que la délégation française porte à cette question, celle-ci admet qu'il est sans doute difficile à ce stade des travaux d'y apporter une autre réponse que l'ajout d'une précision dans le Rapport explicatif.

The Chairman of the Drafting Committee thanked the Commission for the mercy shown to the Drafting Committee.

The Chair asked whether there were any outstanding questions regarding article 2. She then stated that as article 3 was unchanged, the discussion could now proceed to article 4.

The Chairman of the Drafting Committee recited the chapeau of article 4(1), which states the primary rule of the convention. He indicated that the changes include the insertion of the word "merely" into paragraph 2(c), and the redrafting of paragraph 2(d), which was now more streamlined. The paragraph targets offices which are engaged in purely administrative or representative functions, and which do not have the authority to enter into binding agreements. He hoped that this accurately reflected the wishes of the Commission. He stated that article 4(3) was a revised version of article (X), which had been proposed by the Japanese delegation. It addresses the issue that arises when there is a disposition of securities held with an intermediary, which are not reflected on the intermediary's account, but on an account at a higher level in the chain. In this case, the paragraph ensures that the lower intermediary is considered a relevant intermediary and the agreement between it and the investor is the relevant account agreement. Although alternative drafts of this paragraph were discussed, this was the draft that had been prepared. He explained that the two-tier structure of the holding is described by the words "whether or not that intermediary maintains a securities account on its records".

Mr Devos (Belgium) requested clarification, as the explanation was not immediately evident in relation to the text of the paragraph. He stated it was important that the paragraph would not prevent an intermediary from transferring securities from the account holder's account to its own account whilst having an option to select another law for that transfer.

Mr Kanda (Japan) reiterated the point about the higher tier intermediary made by the Chairman of the Drafting Committee and elaborated that there are a number of different systems with regard to holding of securities. The current convention must cover all of them, which the amendments to article 4(3) were designed to address. For example, a system where the intermediary is not permitted to maintain an account on its own books. However, the economic effects of a transfer by an account holder of securities to the intermediary should be the same regardless of the system. He addressed the second point raised by the Belgian delegate and said that this is a very important point which required a policy decision. The issue had been debated by the Commission and a decision was made that where an account holder transferred securities to his intermediary, then the first law, namely the law governing the account agreement would apply between them. The logic behind this decision was to ensure that the intermediary could not simply choose the law, provided a real

Procès-verbal/Minutes No 15

office was located in the relevant jurisdiction. He said if an intermediary wanted a particular law to be the governing law for the disposition, this could be achieved by adopting an agreement with the account holder to that effect.

Mr Hayakawa (Japan) added that there were two potential choices in paragraph 3. One choice would be to select the law governing the intermediary's own account, and the other would be to select the law governing the account agreement between an intermediary and the account holder. As many delegates had expressed concerns that in some jurisdictions it is not possible to have agreements between (X) and (X), a conclusion had been reached that the governing law would be that which is reflected in the current draft.

Mr Guynn (IBA) commented that the process would not affect the upper tier, as the language was sufficiently clear. That is, one looks at the intermediary, which leads to the relevant intermediary, which leads to the black list.

Ms Rocks (EMTA) stated that she had already voiced her concern about the concept of an intermediary acting as an account holder for itself. If the intermediary does not want to be restricted, then it could obtain the desired law by setting up an account for the account holder to be governed by the desired law, then transferring securities into it, and then transferring to itself.

Mr Kanda (Japan) agreed with the EMTA delegate and added that the situation described in figure 3 of Working Document No 10 was different because there the account holder was transferring securities to an intermediary, but not his relevant intermediary. He said that for a straight application one can always transfer from (A) to (B), for whom (Y) is the relevant intermediary. Therefore, it is possible to obtain the result.

The Chair did not think it was a good idea for paragraph 3 to be contained within article 4. She commented that the paragraph appears to have a reasonably general application, and may merit its own article.

The Chairman of the Drafting Committee noted that it may be possible to do so, however it was included here because there was a reference to it in the *chapeau* of article 4. A separate article along the lines of "the meaning of a relevant intermediary" could be created. He stated that article 5(1) represents the fall-back position suggested by article 6, that is if there is the applicable law, but not within the primary rule. As it currently stood, if the three necessary requirements are identified, then the law selected is the applicable law. He asked whether the scope of the rule has to be narrow or not, as to require an examination of the entire agreement or only some parts thereof. He explained that under article 5(2) a mini-cascade is created with the effect that one looks first at the place of incorporation, but where a body is not given the required status of a legal person, then one looks at the place of business or the principal place of business, if there is more than one. The relevant time is when the account agreement was entered into. He explained that paragraph 3 is designed to address a situation, *e.g.*, where there is an entity within a territorial unit, but the body is incorporated under the federal law. It could create a problem if nothing is said about it. Therefore the applicable law would be the law in force in a territorial unit, where the place of business or the principal place of business is located. He noted that article 6 had not been changed and thus moved onto article 7. He stated that article 7 is the reformulation of the earlier text and was designed to deal with the change of law issues. He explained that the article was designed to deal primarily with two situations. The first, where the account agreement effectively designated the PRIMA law as the applicable law, and parties subsequently changed it. The second, where the account agreement either did not designate the law or did so ineffectively, such that the place of incorporation applied, which subsequently changed. The sequence of the article had changed such that paragraph 3 now stated the main rule and paragraph 4 stated that the old law applied in certain situations unless the party has consented to the change. The old law governs the existence of an interest in securities held with an intermediary and the perfection prior to the change in law. Where the interest arose prior to the change in law and the competing interest also arose prior to the change, the old law applies. Where there is an attachment, even after the change in law, the old law still applies. Furthermore, the old law also applies with respect to insolvency proceedings opened after the change in law. The old law also governs all priority disputes between interests, if all of them arose before the change in law. Paragraph 5 was designed to ensure that the application of the new law did not improve the rights given under the old law. Finally, there was a qualification to the main rule, contained in article 4(c), namely where a prior existing interest was perfected under the new law, then the new law applies to determine associated conflicts.

Mr Burman (United States of America) commended the work of the Drafting Committee and of the Chairman of the Drafting Committee in particular. He noted that the United States delegation generally concurs with the text of the article in the spirit of accommodation and co-operation. The delegates must work with each other and noted that the position of the United States delegation was accommodated in other articles. He said that the text of the article does seem to represent the general consensus of the Commission and is entirely the result of accommodation.

The Chairman of the Drafting Committee explained the text of article 8, that the basic idea is to ensure that the opening of the insolvency proceedings does not change the applicable law with respect to pre-insolvency interests. Paragraph 2 preserves application of procedural and substantive insolvency rules. The items in the list contained in paragraph 2 are only examples of such rules, but do not represent all of them. The design of this article originally followed the Cape Town Convention, but was subsequently modified.

Mr Minogue (Australia) said that the comments by the Chairman of the Drafting Committee are an appropriate clarification. Perhaps the Explanatory Report could address the examples of the rules given, such as "fraud", as this may or may not include a mental element (*mens rea*) and in order to avoid unnecessary litigation of the point, it must be clear whether all types of fraud are covered or only those including the mental element.

Mrs Tuokila (Finland) congratulated the Drafting Committee on their work and added that the new text of the article is very much to the liking of the Finnish delegation. She thought that the reference to article 2(1) in article 7(1) was good and the widening of article 7(2) highly commendable.

The Chairman of the Drafting Committee thanked the Finnish delegation for their help in the drafting of this article.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark, UE Presidency stated that his delegation was pleased with the text. He said that there was a Working Document from the

United States delegation on article 8 and asked whether this document would be included in the Explanatory Report as it was found to be very helpful.

The Chairman of the Drafting Committee stated that the document had been circulated and would indeed be included in the Explanatory Report.

The Chair stated that article 9 and 10 (the exclusion of renvoi) had not been changed and moved the discussion on to article 11.

The Chairman of the Drafting Committee stated that the Drafting Committee had not changed the text, however there was a question from the Luxembourg delegation concerning a situation where the requirement relating to priorities was considered of fundamental importance. The Drafting Committee understood the point but did not think it was possible to put it into the text of the convention, but proposed to explain it in the Explanatory Report. He explained that there are various perfection requirements, *e.g.*, in the United Kingdom they include registration in order to give incentive to popularise interests. The Luxembourg delegation is concerned with the preservation of statutory liens and this is of vital importance. He added that the Drafting Committee was anxious to find a way to highlight this concern and would consult with the delegation before making another attempt to do so.

Mr Dupont (Luxembourg) noted that his delegation was prepared to accept the proposed text, and requested that as much explanation be included in the Explanatory Report as possible. He also requested that the comments by the German delegation be incorporated, *i.e.*, that this is an issue of private international law, not public international law. He stated that on such a proviso his delegation would accept the text of the article.

The Chair proposed the discussion move to article 12.

The Chairman of the Drafting Committee explained that the first rule was that if the law chosen is not of a State, but of a unit, then the applicable law is of that unit. Article 12 provides that the "law in force" in a unit includes the law of that unit, as well as the applicable parts of the Federal law of that State. Therefore, the law of the unit is effectively its law and the applicable Federal law. It may be possible to go to a unit of a State and the law of that unit may point to another unit within the same State, *e.g.*, for filing. This is an example of internal *renvoi*, which is used for a very limited purpose and is not the situation within the scope of article 10. The effect of article 12(3) is to enable the Multi-unit State to declare that if the applicable law is that of a unit within such a State, then one must apply the internal conflict of law rules in that unit, which may point to another unit within that State. Effectively the Multi-unit State may declare that the conflict of laws rule under the convention stops at the border. The effect of the last paragraph is that if the applicable law is the law of a unit, then the State may make a declaration that for such a choice to be effective the intermediary must have an office in that unit. If no such declaration is made, then the position is that an office anywhere within the State is sufficient.

The Chair suggested that to ensure consistency between the English and the French versions of the text, the word "territorial" should be present in 2(a).

Mr Ding (China) suggested that in article 4, the agreement should be on "the law" and not on "the State", in order to achieve greater harmonisation of the issues.

The Chair noted that this idea had been raised previously and it had been decided that all issues related to Multi-unit States be dealt with in this article.

Mr Ding (China) added that normally agreements are made on the law, not on the State.

The Chairman of the Drafting Committee explained that if the parties select the law of the State then that law applies, but if the agreement is on the law of the unit, then article 12 applies and thus issues associated with Multi-unit State arise as discussed above.

Mr Bernasconi (First Secretary) noted that article 4(1) refers to the law in force, but in article 12(1)(a) the reference is made to the agreed State.

Mr Sigman (United States of America) commented that the reference to the law in the State in article 4(1) is a geographical determination.

Mr Kreuzer (Germany) suggested that this could be examined by the Drafting Committee and it will report if further changes should be made with respect to this issue.

Mr Kuzmin (Russian Federation) suggested that the term "Permanent Bureau" could be expanded to state "the Permanent Bureau of the Hague Conference" as this is an international instrument and there are a number of other Permanent Bureaus in other States.

The Secretary General said that the reference to the Permanent Bureau when made for the first time in the convention was expanded to read the Permanent Bureau of the Hague Conference and therefore, the potential confusion was avoided.

The Chair stated that article 12 was unchanged and she invited the discussion to move on to article 14.

The Chairman of the Drafting Committee stated that articles 14 and 15 were standard Hague Convention articles and that there had been no changes.

The Secretary General noted that there are two distinctions in article 15, namely that (a) any one State can sign the convention and (b) it is possible for all States to accede to the convention without signing and ratifying it.

Mr You (Korea) noted with regard to article 15(3), that if any State can accede to the convention, then the reference to the signatory in paragraph (2) seems somewhat strange.

The Secretary General said that this issue would be examined.

The Chair proposed that article 5 be discussed and added that as is customary with most Conventions, the Drafting Committee will add the dividing chapters. She invited comments on article 5(1).

Mr Wiener (United States of America) thanked the German and British delegations. He hoped that the solution satisfied both those who wanted certainty and those who were in favour of flexibility. Article 5 simply states, that for the avoidance of doubt certain things are not to be considered.

Mr Kreuzer (Germany) also thanked the participants and especially the British and United States delegations, who had been very helpful. He added that the result represents the spirit of compromise which was so widely present in this room.

Procès-verbal/Minutes No 15

Mr Wetzler (Argentina) stated that his delegation was glad that such a compromise was achieved and wanted to avoid the continuation of the discussion. He said that this is a good compromise which his delegation is in favour of.

Mrs Rocha (Portugal), **Mr Germain** (France) and **Mr Trovatore** (Italy) all supported the proposal.

Mr Afrell (Sweden) said that his delegation was not entirely happy with the paragraph, however they supported the proposal in the spirit of compromise.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) said that his delegation was in favour of the proposal and if any Member State wanted to express their concerns, now was the best time to do so.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) stated that his delegation was also happy with the proposal. He added a point on the drafting of paragraph 5(1)(b) regarding the words "at that office", that it does not seem possible to institute proceedings at an office.

Mr Wiener (United States of America) thanked everyone involved including the Spanish delegate for his comment, which he supported for the sake of clarity.

Mr Dupont (Luxembourg) expressed that the original drafters of the civil code would suffer greatly unless the words "the avoidance of doubt" were removed from the text.

The Chairman of the Drafting Committee agreed with the comment from the Luxembourg delegate and stated that it is possible to take those words out.

The Chair stated that the Drafting Committee and the native French speakers would have to ensure that the English and French versions correspond. She then invited comments on article 16.

The Chairman of the Drafting Committee stated that this article also derives from the Cape Town Convention and only applies to those organisations that are constituted by sovereign States, which have delegated responsibility, such as the European Community. He added that paragraph 2 is to ensure that people are aware which responsibilities are transferred to the organisation and thus the notification thereof is required as well as any changes to the delegations of responsibility.

Mr Dupont (Luxembourg) queried if according to the interpretation of paragraph 1, such an organisation would be given one vote or whether every Member State would retain a vote.

The Chair commented that the 60% rule had been deleted and asked for any further comments.

The Secretary General noted that this was mainly drawn from the Cape Town Convention except the words "ratify" and "ratification" were not there.

Mr Paulino Pereira (European Community-Council) stated that this was not a concern for his delegation and was happy with the current draft.

The Secretary General queried the difference in the English and the French wording of paragraph 2.

The Chairman of the Drafting Committee said that it should read: "notifying the Depositary in writing".

The Chair invited comments on article 17.

The Chairman of the Drafting Committee said that this is a standard type clause, except it was agreed that the term would be 3 months after the deposit, not 6 months. He added that under paragraph 2, for States or Regional Economic Integration Organisations who do not sign, it is effective 3 months after the deposit, and 3 months after the relevant declaration for territorial units. He also asked whether it should be 3 months after the declaration or 3 months after the written notification.

Mr Bernasconi (First Secretary) noted regarding the comment from the Luxembourg delegation that in article 16, the last sentence of paragraph (1) could be deleted as in article 17 there is a reference to article 15. Therefore, article 16 is not referred to and is also not taken into account, so the last sentence becomes irrelevant.

Mr Paulino Pereira (European Community-Council) stated that such solution could be acceptable, however it seems clear enough as it is.

Mr You (Korea) commented regarding paragraph (3) that there was a reference to Contracting State, which includes a reference to a Regional Economic Integration Organisation, but in article 15(3) there is still some confusion.

The Chair commented that in article 15 the reference is to a State, not to a Contracting State.

The Chairman of the Drafting Committee explained that article 15 deals with situations of States, not yet Contracting States, whereas article 16 is designed for particular cases, *i.e.*, not every Regional Organisation will be covered, therefore it is not possible to extend the meaning of "State" to include Regional Economic Integration Organisations.

The Chair invited comments on article 18.

The Chairman of the Drafting Committee stated that this article is also fairly standard. In a Multi-unit State there could be territorial units with different laws, and therefore a declaration may be effected to exclude some of them from the operation of the convention. However in the absence of a declaration there is a presumption that it extends to all such units.

The Chair made a suggestion that the discussion not go to article 19 and 20 now, but suggested they go on to other articles that do not pose major problems.

Mr Burman (United States of America) asked whether it was possible to deal with the major articles first and to conclude with article 20 later. He added that at the express request of the number of delegates he withdraws this proposal.

Mr Crawford (Canada) added that the denunciation in article 23(1) should be made possible for a territorial unit within a Contracting State.

The Chair read out article 62 from the Hague Convention of 19 October 1996 on Jurisdiction, Applicable Law, Recognition, Enforcement and Co-operation in respect of Parental Responsibility and Measures for the Protection of Children and noted that the current text does not seem to pose a problem. She then noted that articles 19 and 20 were still outstanding.

The meeting was closed at 5.50 p.m.

Procès-verbal No 16
Minutes No 16

Séance du jeudi 12 décembre 2002 (matin)

Meeting of Thursday 12 December 2002 (morning)

The meeting was opened at 12.40 pm under the Chairmanship of Mrs Stefania Bariatti (Italy).

The Chair said that article 20 had been renumbered under article 16 and this question would be discussed later. She invited Mr Lekatompessy, the representative of the Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of the Netherlands as the Depositary of the convention, to make a few remarks concerning the final clauses.

Final Clauses – Working Document No 25

Mr Lekatompessy (Ministry of Foreign Affairs, Kingdom of the Netherlands) suggested that in article 15(2) (Working Document No 25), the word "accession" should be taken out.

The Chairman of the Drafting Committee said that in the second sentence of article 16(2), the term "inform in writing" should be changed. Also, instead of "including new transfers of competence" the wording should read "and any new transfers of competence".

Mr Lekatompessy (Ministry of Foreign Affairs, Kingdom of the Netherlands) said article 22, sub-paragraph (d) should read *in fine* "after the date the Depositary made the notification according to Article 24". The same modification should be made in the French text and read as: « *après la date de la notification faite par le dépositaire* ». The first sentence of article 23(2) should read *in fine* "after the date on which the notification is received". In addition, usually in Hague Conventions, the term "Depositary" is written with a lowercase 'd'.

The Secretary General asked if this were the case for all Conventions or if it were specific to Hague Conventions.

Mr Burman (United States of America) added that the term "depositary" was a common term used in Treaties, yet with regard to the specific substance of this convention which refers to Central Securities *Depositaries*, there could be some confusion and therefore it should be explained in the Explanatory Report.

The Chairman of the Drafting Committee said that the Cape Town Convention had used a capital 'D' for "Depositary".

Mr Lekatompessy (Ministry of Foreign Affairs, Kingdom of the Netherlands) agreed that because of the substance of the convention, capital lettering would be better here.

Mr Burman (United States of America) insisted that when the term were used for treaty purposes it would be helpful to have a definition.

The Chair informed him that this was in article 15(4).

Mr Burman (United States of America) agreed that this should be sufficient.

Preamble – Working Document No 26

The Chair invited the delegates to turn to Working Document No 26.

Mr Bernasconi (First Secretary) suggested that in the third paragraph one should use the singular for "systemic risk" and "legal risk". He proposed adding the term "account" in paragraph (5) and deleting the words "between the parties" so it would read "as determined by the account agreements".

The Chairman of the Drafting Committee added that in this case, paragraph (5) should read "to be determined by the account agreements with intermediaries".

Mr Afrell (Sweden) said the reference to "indirectly held securities" in the first paragraph was problematic, as it would not cover the Nordic situation.

Mr Burman (United States of America) suggested that in paragraph (4) the word "offers" be replaced by the word "is", as "offers" would leave other possibilities open.

The Chairman of the Drafting Committee suggested the word "provides" would perhaps be better, yet he admitted that it could also be confusing.

Mr Burman (United States of America) agreed with the words "provides the solution".

The Chairman of the Drafting Committee suggested the wording "is a solution".

Mrs Tuokila (Finland) said that the words "indirectly held securities" should be deleted from the preamble.

The Chair confirmed that those words appeared three times in the preamble.

M. Devos (Belgique) estime que le texte actuel devrait satisfaire les besoins des Scandinaves. En effet, la notion de « titre intermédié » couvre aussi bien les titres directement détenus par les dépositaires centraux que ceux qui sont plus réellement intermédiés via des dépositaires étrangers.

The Chairman of the Drafting Committee agreed with the Belgian delegate that the terms "other intermediary" did not imply anything specific about the settlement system.

Mr Afrell (Sweden) said he did not want to reopen the question, but thanks to the explanation of the Chairman of the Drafting Committee, he was "satisfied to be unsatisfied".

The Secretary General agreed that the words "is a solution" would be correct, yet he thought that the original wording was elegant and perhaps adequate.

The Chairman of the Drafting Committee said that the Drafting Committee had finished their work that morning and one could use either "a solution" or "the solution".

The Chair suggested deleting the words "offers a solution which" and there was agreement from the Commission.

Mrs Tuokila (Finland) suggested changing the words "indirectly held securities" to "securities held by an intermediary", which were the same words as used in the *corpus* of the convention.

The Chair agreed that it would be consistent to use the words of the title in the preamble. The new wording was possible in paragraphs (2), (3) and (4), therefore the words "indirectly held securities" could be deleted.

The Chairman of the Drafting Committee agreed and added that even CREST would be very happy with that.

The Chair read the amended text of Working Document No 26 aloud.

Title of the Convention

Mr Bernasconi (First Secretary) asked the delegates if they were satisfied with the title of the convention as specified in Preliminary Document No 15.

Mr You (Korea) said that when the provisions were mandatory *e.g.*, in article 22 and article 23(2), the convention often used descriptive instead of prescriptive terms (*i.e.*, "shall").

The Secretary General agreed and suggested giving the Permanent Bureau until 31 January 2003 to align the French and English text. He explained that this was a customary procedure in many organisations to enable corrections.

Mr Kreuzer (Germany) supported this proposal.

Chapters of the Convention – Working Document No 25

The Chair asked the Chairman of the Drafting Committee to explain how the chapters divided the convention.

The Chairman of the Drafting Committee explained that the convention was divided into five chapters. Chapter 1 included articles 1 to 3 and was entitled "Scope of the Convention". Chapter 2 included articles 4 to 8 and was entitled "Determination of the applicable law". Chapter 3 included articles 9 to 14 and was entitled "General Provisions". Chapter 4 included articles 15 and 16 and was entitled "Transitional Provisions". Chapter 5 included articles 17 to 24 and was entitled "Final Clauses".

The Chair explained that articles 19 and 20 had been renumbered and were now articles 15 and 16 respectively.

Mr Crawford (Canada) hoped that this re-numbering would put article 19 in the correct place.

The Chair explained that article 19 had become article 15, article 20 had become article 16 and article 15 had become article 17.

Finding an Unofficial "Catchy" Title

The Secretary General said that for many people interested in the work of the Hague Conference, it would be good to find an unofficial "catchy" title. He felt that the present title did not have marketing qualities that would make it easy to sell to the outside world.

Mrs Tuokila (Finland) suggested "PRIMA Hague Convention".

The Chair agreed that the word "PRIMA" certainly had a positive meaning in some languages, *e.g.*, German.

Mr Burman (United States of America) said that the title should not exceed more than five or six words. He suggested "Securities Arrangement Convention".

Mrs Tuokila (Finland) proposed "Convention on the Law applicable to Securities Dispositions".

Mr Wiener (United States of America) light-heartedly suggested the "Bernasconi Rule Convention".

Mr Reuschle (Germany) suggested "The Hague Convention on Indirectly Held Securities".

The Chair suggested that some delegations would disagree with the proposal of the German delegate.

Mr Brandman (ISDA) suggested "The Convention on the Conflict of Law and Securities Arrangements".

Mr Minogue (Australia) suggested "The Convention on 'Intermediated' Securities".

Mr Reuschle (Germany) proposed "The Hague Convention on Cross-Border Collateral".

Mrs Tuokila (Finland) suggested "Law Applicable to Dispositions on Securities".

The Chairman of the Drafting Committee stated that nobody had found a better suggestion than that of the Finnish delegate: "PRIMA Hague Convention".

Mr Kreuzer (Germany) proposed "Convention on the Law applicable to Cross-Border Securities".

Ms Rocks (EMTA) suggested "Convention on the Conflict Rule Applicable to Securities Holdings".

Mr Wiener (United States of America) suggested "Convention on the Applicable Law in Securities Dispositions".

Mr Devos (Belgium) proposed "Convention on the Law applicable to Book-Entry Securities".

Mr Dupont (Luxembourg) said that he thought "PRIMA Hague Convention" was a good title and it would give the Legal Expert to the Permanent Bureau some credit.

The Secretary General said he was glad to have the suggestions of the delegates about an unofficial title. Nevertheless, the first commentators of the convention would most certainly find such a title.

Articles 19 and 20 – Working Document No 25

The Chair reiterated that article 19 had been renumbered and was now article 15; it was otherwise unchanged. Article 20 had become article 16 and some delegations had proposed modifications in Working Document No 29.

Article 16 – Working Document No 29

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) explained that the delegations had added paragraph (1) to cover cases where there was no account agreement. As to paragraphs (2) to (4) they were interpretation rules on how to use the convention in the period between the general entry into force and the specific entry into force in a particular State.

The Chairman of the Drafting Committee said there had been no changes made to paragraphs (3) and (4). He

explained that paragraph (3) would cover the case if a law of a State uses certain express terms in an agreement as an indication of a choice of law, then that law would govern the agreement. For example, in United States law the choice of a jurisdiction would imply a choice of law. However, in paragraph (4), when the parties have agreed on where a securities account is maintained, that law will govern the agreement if the reality test is satisfied. The Drafting Committee had added a rule that specified if paragraphs (3) and (4) failed, one should not go to article 4(1) but rather to article 5(1): the first fall-back rule. The convention should clarify whether one applies article 4(1) or article 5(1).

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) thought this would create confusion. He explained that paragraphs (2) to (4) were rules to interpret the account agreement. Therefore, it is not necessary to have a specific reference to article 5 because article 16 stated how article 4 should be used.

The Chair agreed that it would not be necessary to have a specific reference.

Mr Dupont (Luxembourg) suggested this could be solved with a drafting point by adding the words "in applying article 4 of this convention".

M. Devos (Belgique) soutient la proposition du Luxembourg. Il précise que le nouvel article 16 a pour objectif de modéliser l'application de l'article 4 à des conventions préexistantes. Une référence à l'article 4(1) permettrait de mieux comprendre l'articulation pour les situations en cours.

Mr Kreuzer (Germany) fully agreed.

Mr Sigman (United States of America) said the reference to "this Convention" or to "article 4, paragraph (1)" lead to the same result, because if article 4 failed, one would automatically apply the fall-back rule. This text simply explained how to use article 4.

Mr Minogue (Australia) suggested that paragraph (2) should read "courts interpreting the Convention" instead of "courts applying the Convention".

The Chair answered that a court would interpret and apply the convention.

Mr Kanda (Japan) expressed some concern about the location of the definition in paragraph (1) in relation to the general structure of the convention. He said that in paragraph (2) it would be better to use the words "make a declaration" instead of "declare". The term "Contracting State" in paragraph (2) would not necessarily encompass Multi-unit States.

Mr Ding (China) said that from the point of view of Hong Kong, they were concerned with the retroactive application of this article. He feared that if the State made a declaration under article 16(2) the courts would not be able to use the rule. On the other hand, in paragraph (3), if the governing law was the United States law, but the account was located in Hong Kong, one would apply the United States law.

The Chairman of the Drafting Committee insisted that the Explanatory Report should specify if the case did not meet the requirements in paragraphs (3) and (4) whether one should go to article 4 or 5.

Mr You (Korea) said that the date of the entry into force of the convention was important. He understood that agreements made before this date would be covered by article 16, but requested clarification on the meaning of paragraph (4). He asked how one could attribute a nationality to an account agreement.

The Chair said this article was to cover the period between the international entry into force and the entry into force in the State.

Ms Correia (Portugal) explained that in this article, one was not looking for a connecting factor between an account and a State. It does not matter where the account agreement was entered into. The text was only to enable the courts to apply any contract concluded between any intermediary in any location.

Ms Negm (Egypt) expressed her concern about the wording in paragraph (1) and suggested the text should read "for the purposes of this article". She also suggested deleting the term "account" before "agreement" in the second line.

Mr Dupont (Luxembourg) stated that in article 16(1) there was a general statement that could be applied to the entire convention. With regard to the concern expressed by the Chairman of the Drafting Committee, he thought it was clear that if the test under paragraphs (3) and (4) were not met, it would be necessary to go to article 5.

Ms Dostie (Canada) asked for clarification on paragraph (2) as she was unsure if a Multi-unit State could make a different declaration from one state to another.

Ms Negm (Egypt) said that if article 16(1) were a general statement, it should be moved to article 1.

Mr Kreuzer (Germany) agreed with the Luxembourg delegate. It would be possible to solve the problem by inserting in the second line of paragraph (2) the words "in applying article 4, paragraph (1)" instead of "in applying the Convention".

M. Devos (Belgique) soutient la proposition du Luxembourg et de l'Allemagne. De son point de vue, il n'y a pas de contradiction à se référer à l'article 4(1), pour expliquer la portée de l'article 16, puisque cette disposition a pour objectif de préciser la manière d'appliquer l'article 4(1) à des contrats en cours. M. Devos propose ainsi de compléter le texte de l'article 16 en ajoutant les termes « in applying article 4, paragraph (1) ». Il rappelle en outre que si les règles d'interprétation des paragraphes (3) et (4) ne s'appliquent pas, on revient par définition à l'article 5.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) said the draft should not be changed; a fifth paragraph was not needed. Yet it could be necessary to explain in the Explanatory Report that this article was not intended to affect a disposition made before the entry into force of this convention, as concerns the conflict of law rule applicable at the moment.

The Chair concluded that a better draft was needed for this article.

The Chairman of the Drafting Committee agreed.

The Chair said that it was correct to analyse this provision as a general interpretation clause. Therefore, it would be necessary to determine where this text should go, *i.e.*, in article 16 or in article 1.

Procès-verbal/Minutes No 16

Mr Sigman (United States of America) said that it did not matter where this provision was in the text.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) said if the provision were at the beginning of the convention, it could be misunderstood and therefore, it should stay in article 16.

Ms Negm (Egypt) disagreed with the Spanish delegate.

The Chair said that this provision was in the Chapter on transitional rules and concerned pre-convention agreements. She thought this location would be easier for the courts.

Mr Struycken (Netherlands) agreed and insisted this rule stay in article 16.

Mrs Tuokila (Finland) agreed with the Spanish and Dutch delegates and explained that moving the provision could affect contracts concluded before the entry into force of the convention.

Mr Afrell (Sweden) also agreed as moving the provision would bring about interpretation problems in article 1.

Mr Kreuzer (Germany) also supported the general opinion and said the reference to an account agreement after the entry into force of the convention should be ruled by the convention. The situation of the account before the entry into force of the convention was at the right place in article 16.

Mr Hayakawa (Japan) preferred to include this provision in article 1, but he was not against it being in article 16.

Ms Negm (Egypt) said she was not fully convinced.

The Chair proposed that in paragraph (2) the term "declare" should read "make a declaration".

Ms Dostie (Canada) said that the last sentence of article 16(2) should specify "where a Contracting State is a Multi-unit State it may make a declaration with respect to each territorial unit".

The Chair clarified that there was consensus to change the words in paragraph (2) from "this Convention" to "article 4, paragraph (1)".

Mr Ding (China) suggested that in paragraph (2) the words "its courts shall" should be changed to "its courts may not".

The Chair disagreed with the Chinese delegate because the term "may" added uncertainty, whereas a declaration would oblige the State and its courts.

Mr Dupont (Luxembourg) said that one should not leave the matter to the discretion of the courts and therefore, the term "shall" was appropriate.

The Chair added that only the States could exercise discretion.

Mr Ding (China) said that it would not oblige or prohibit the courts to use this rule.

The Chair stated that the term "may" left place for discretion whereas the term "shall" would oblige the courts to do so.

M. Devos (Belgique) propose que les auteurs du Document de travail No 29 réfléchissent aux diverses propositions qui ont été faites.

Mr Kanda (Japan) supported the proposal by the Canadian delegate.

Mr Struycken (Netherlands) explained that all the drafting points would be dealt with in the Plenary Session. There would be two readings, one during the normal Plenary Session and one during the Diplomatic Plenary Session.

The meeting was closed at 2.30 p.m.

Procès-verbal No 17
Minutes No 17

Séance du jeudi 12 décembre 2002 (après-midi)

Meeting of Thursday 12 December 2002 (afternoon)

La séance est ouverte à 17 h 30 sous la présidence de Madame Stefania Bariatti (Italie).

The Chair apologised for the delay, which was due to the fact that the Chinese delegation had expressed concern about article 16 as contained in Working Document No 31. She explained that Working Document No 31 contained the redrafting of Working Document No 21.

Mr Sigman (United States of America) recalled that the Commission had given the Drafting Committee the mandate to amend article 16 (as contained in Working Document No 21) with the points made in the previous session. He hoped that the changes which had been made would reflect the ideas expressed. The first change was in paragraph (1) where "account agreement" and "securities account" had been separated. Therefore, the first sentence reads "References in this Convention to an account agreement include an account agreement entered into before this Convention entered into force under Article 19(1)". A separate sentence had been inserted to address the Nordic issue where there is no account agreement but there is a securities account. This sentence would read "If there is no account agreement, references in this Convention to a securities account include a securities account opened before this Convention entered into force under Article 19(1)".

The Chair confirmed that the Commission was in agreement with these changes.

Mr Sigman (United States of America) explained that the second change was in paragraph (2) and related to the point raised conceptually by the Chairman of the Drafting Committee and reflected the solution suggested by the Luxembourg delegate. Instead of using paragraphs (3) and (4) in applying "this Convention", the provision would now refer to article 4(1) and therefore narrow the application of those paragraphs by the court. Instead of the entire convention, it would only apply to article 4(1). A comma had also been added in the fifth line of paragraph (2) after the word "signature". The reference in that same line to "declare that" was amended to read "make a declaration". Following a proposal from the Canadian delegation, in order to accommodate the situation of Multi-unit States, the last sentence had been added which read: "If the Contracting State is a Multi-unit State, it may make such a declaration with respect to any of its territorial units".

The Chair confirmed that there were no further suggestions regarding these changes and that it in line with what was expressed by the Commission. As there were no other changes to paragraphs (3) and (4), she commenced the discussion regarding the point raised by the Chinese delegate.

Mr Sigman (United States of America) gave an example where the parties had chosen New York law to govern an account agreement, but had stated that the account would be maintained in Hong Kong. He explained that if article 16(3) applied, a judge would therefore need to apply New York law to the proprietary issues even though the account was in Hong Kong. This may have a legislative impact on the system for agreements and that is why the Chinese delegation had raised this concern. After discussing this with the United States delegation, they had decided on a compromise, namely that there would be a possibility to make a declaration.

The Chair explained that this new situation had arisen because both Preliminary Document No 15, Option A and Working Document No 21, article 20(2)(b), would have solved this problem, however, when looking at Working Document No 28 it became apparent that the solution to the problem had been lost. This is why the issue was only raised at this stage and they would have to find a solution which would not interfere with paragraphs (3) and (4).

Mr Ding (China) emphasised that his delegation was not certain to what extent this would actually cause a problem, but a mechanism is needed to ensure that a contracting party may opt out from such a rule.

The Chair said it was proposed to add the possibility to make a declaration at the end of paragraph (3).

Ms Rocks (EMTA) read the suggested draft aloud: "A Contracting State may at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession make a declaration under Article 22 that its courts shall not use this paragraph (3) with respect to an account agreement described in this paragraph (3) in which the parties have expressly agreed that the securities account is maintained in a different State with respect to an account agreement entered into prior to the entry into force of the Convention in that State under Article 19(2)". She understood that some changes may be required such as taking out the references to paragraph (3) and also deleting one of the "with respect to".

The Chair understood this would mean that where parties have agreed on a different State, then it would be that State which would make the declaration. For example, if parties to an agreement had agreed on the law of Thailand, then it would be Thailand that would have to make the declaration.

Mr Ding (China) explained that this was not the intention; rather the option would be more general. He proposed adding a similar wording to the wording that was added to deal with Multi-unit States.

The Chair said this was already provided for in paragraph (2).

Mr Sigman (United States of America) suggested it might require a separate reference so that it would apply to any declaration made under paragraph (3).

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) agreed that it must be made clear that a Hong Kong court can apply the Hong Kong law. However, he noted that it was one thing to allow the Government of Hong Kong to declare that the Hong Kong law applies in Hong Kong courts, but quite another thing to say that Hong Kong can declare that all courts must apply the Hong Kong law. The intended meaning was not clear, because he had understood that paragraph (3) was in the interest of the United States of America (which was commonly the governing law for Hong Kong contracts) but if the latter interpretation were correct, it would not be so.

The Chair clarified that it was only the State making the declaration which could declare that its own courts must apply the Hong Kong law.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) confirmed that therefore, where other States, *e.g.*, Denmark, had not made a declaration, their courts could still apply the United States law which governed the agreement.

The Chair confirmed that it was the State making the declaration whose courts would be affected by the declaration. She then returned to the Multi-unit State issue and asked whether it was easier to settle the issue then or whether they should ask the Chinese delegation to draft something.

Mr Ding (China) suggested adding the same wording as was contained in paragraph (2).

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) pointed out that the declaration contained in paragraph (2) was related to the time period, and he was uncertain whether the entire sentence should be added.

The Chair agreed that only the last sentence of paragraph (2) should be added, if all Multi-unit States agreed.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) explained that this paragraph was only required for contracts which were entered into pre-convention or were "gap" contracts, *i.e.*, entered into prior to the entry into force in the relevant State, and pursuant to paragraph (2) it only applied to agreements which were entered into prior to the entry into force of the convention. Therefore, the reference to entry into force in accordance with article 19(2) was unnecessary.

The Chair agreed that this reference could be deleted and therefore the paragraph now read "A Contracting State may at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession make a declaration under Article 22 that its courts shall not use this paragraph with respect to an account agreement described in this paragraph in which

Procès-verbal/Minutes No 17

the parties have expressly agreed that the securities account is maintained in a different State".

Ms Rocks (EMTA) pointed out that article 16(2) would then read: "If the Contracting State is a Multi-unit State, it may make such a declaration with respect to any of its territorial units."

Mr Reuschle (Germany) asked if this would now go to the Drafting Committee.

The Chair replied that the article had to be finalised during that session.

Mr Reuschle (Germany) suggested that the structure of the paragraph could be changed to begin with the wording "If an account agreement expressly provides that the account is maintained in a different State . . .".

The Chair responded that this would give the paragraph a different meaning.

Mr Reuschle (Germany) stated that he would prefer the paragraph to begin with "if" so that it would only be examined if the requirements were fulfilled.

The Chair said that she had originally attempted to draft it in the same way but as it was now was better as it would be consistent with paragraph (2).

Mr Reuschle (Germany) asked whether the reference to paragraph (3) was needed twice.

The Chair said it had already been amended to read "this paragraph" instead of "this paragraph (3)".

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) expressed his concern that the reference in paragraph (1) to the words "If there is no account agreement" may create confusion for the people who felt strongly about the provision. He requested a two-minute consultation with other delegates.

The Chair declared a very short consultation.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) stated that following consultation, this reference was not necessary because parties may initially open a securities account but not have an account agreement. This would mean that if they made an account agreement later, it would seem that references in the convention to the securities account would perhaps not apply to their account which was opened before the convention entered into force, because they now have an account agreement. This would create a strange situation and therefore that provision should be deleted.

The Chair requested the Commission to re-read paragraph (1) very carefully.

Mr Reuschle (Germany) suggested that paragraph (1) be made into one sentence to avoid the words "References in this Convention" appearing twice.

Mr Sigman (United States of America) explained that it had been that way in the prior draft and there had been numerous objections. Breaking it up into two sentences was simple and clear. He admitted that it may not be elegant but it was necessary because the operative factor was different in each sentence. In the first sentence, it was to clarify when the account agreement was entered into and the second sentence relates to when the account was opened. Putting this into once sentence had left them with a very awkward construction and the Commission had requested the Drafting Committee to amend it.

The Chair agreed with the United States delegate that the two sentences should stay.

Mr Struycken (Netherlands) pointed out that normally in Hague Conventions there is a special provision to deal with Nordic countries and it was a shame this convention did not contain the same. He acknowledged, however, that it was too late for that.

The Chair noted that the addition of this declaration mechanism to paragraph (3) required that the Drafting Committee add references in article 22 to articles 1(5), 12(2), 12(3) and article 16(2) and 16(3) in the first line listing declarations. She thanked the Commission.

The meeting was closed at 6.10 p.m.

Procès-verbal No 18
Minutes No 18

Séance du jeudi 12 décembre 2002 (nuit)

Meeting of Thursday 12 December 2002 (night)

La séance est ouverte à 20 h 40 sous la présidence de Madame Stefania Bariatti (Italie).

The Chair welcomed the delegates, observers and interpreters and explained that there would be a reading of the final text of the negotiated convention as contained in Working Document No 32. Commission III would then be closed and the Plenary Session would begin, during which final decisions concerning the future agenda of The Hague Conference would be confirmed. She proposed that, rather than having a double reading of the text in both languages, some would be read in English and some in French, so both texts should be looked at carefully and checked together.

Mr Struycken (Netherlands) explained that according to the tradition of the Hague Conference, the Commission has a final reading during which the texts are carefully compared. Usually, there would then be a second full reading during the Plenary Session and a third full reading at the signing ceremony of the Final Act. Given the late hour, the second full reading may be omitted but insisted that there be at least one full reading of both texts.

The Chair agreed it was important to be thorough and stated that each article would be read in both texts. The

First Secretary would read the French text and the Legal Expert to the Permanent Bureau would read the English text of each article, followed by comments from the Chairman of the Drafting Committee at his discretion. Following this, delegations could intervene, after which the relevant article would be adopted. She introduced the title of the convention.

M. Bernasconi (Premier secrétaire) donne lecture du titre en français : « Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ».

Mr Potok (Legal Expert to the Permanent Bureau) read the title in English: "Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary."

The Chair indicated that the title was not printed on Working Document No 32 but she confirmed that the title as read was correct. The title was adopted without modification and the Preamble was introduced.

Ms Negm (Egypt) indicated that in the English text, there was a heading for the Preamble, whereas in the French text there was no heading.

The Chair clarified that the heading should not be present in either text.

The Chairman of the Drafting Committee indicated that a few changes had been made to the Preamble. The words "(indirectly held securities)" were deleted from the first paragraph; the words "indirectly held" were deleted from the third paragraph; and the fourth paragraph now referred to "agreements with intermediaries provides" instead of "agreements between the parties offers a solution which as the favoured solution provide".

M. Dupont (Luxembourg) souhaite faire deux remarques d'ordre purement grammatical concernant la version française du Préambule. Ainsi, au premier alinéa, dans l'expression « au travers d'un système de compensation » il conseille de remplacer « d'un système » par « de systèmes ». Au second alinéa, il propose de remplacer « de capitaux » par « des capitaux ».

The Chair agreed with the proposed changes and the Preamble was adopted as modified. She then introduced article 1.

The Chairman of the Drafting Committee indicated that the heading had been inserted and in sub-paragraph (1)(e) the words "with the relevant intermediary" had been inserted. Sub-paragraph (1)(n) had been included to define "writing and written" and was based on the Cape Town Convention. Unlike that Convention, however, the words "and written" were included in the defined term (English text only) and therefore the "s" was deleted from the word "means". The definition was included in this convention for a different purpose but the text of the Cape Town Convention had seemed a good basis. Paragraph (2) had been restructured as agreed during the discussion on Working Document No 24, such that there were now sub-paragraphs (a), (b) and (c).

The Secretary General explained that the Drafting Committee had proposed there be a short description by the Chairman of the Drafting Committee following the reading, to highlight any changes made since the latest discussion of each article.

Mr Bernasconi (First Secretary) pointed out that in the French text, there should be a space before the semicolon in sub-paragraph (1)(b) and the words in the fifth line of paragraph (5) « selon laquelle » should be replaced by « duquel ».

M. Deguée (Belgique) constate qu'à l'article 1(1)(j), il manque un « s » au mot « professionnelle » dans l'expression « temporaire d'activités professionnelles ». Ensuite, il manque un accent sur la dernière lettre du mot « crée » à l'article 1(5), sixième ligne. En outre, il n'est pas certain qu'il faille remplacer « selon laquelle » par « duquel » comme le propose M. Bernasconi pour l'article 1(5).

Ms Dostie (Canada) suggested that in the English text, sub-paragraph (1)(l) should refer to "the person" instead of "a person".

The Chair explained that it should remain "a person" because it could apply to many people, not just one.

The Chairman of the Drafting Committee confirmed it was not uncommon to have joint administrators in insolvency proceedings and therefore it could refer to two people.

The Chair pointed out that this was the same in the French text.

M. Pereznieto Castro (Mexique) se demande si, dans la version anglaise, il ne manquerait pas le mot « any » à l'article 1(1)(n) puisque dans la version française, il y a l'expression « une autre ».

The Chairman of the Drafting Committee explained that both the French and English texts had been taken from the Cape Town Convention.

The Chair reiterated that this definition had simply been transferred directly.

Mr Baumgartner (Switzerland) expressed discontent with the title of Chapter I. He suggested that it be "Definitions, interpretation and scope of application" or at the very least "Definitions and scope of application".

The Chair clarified that this was the first time the text had contained chapters and asked for any comments.

The Chairman of the Drafting Committee stated that "Definitions, interpretation and scope of application" certainly covered everything.

The Chair pointed out that the heading for that chapter should not include the word "interpretation" because there were other provisions relevant to such a heading later in the text, such as the article regarding "uniform interpretation". She asked for some indications of support for the proposal by the Swiss delegate.

M. Deguée (Belgique) propose à l'article 1(5) de remplacer « l'État contractant en vertu de la loi selon laquelle ces titres sont créés » par « l'État contractant dont la loi régit la création de ces titres ».

La Présidente répète la proposition de M. Deguée en précisant que la position de la virgule est inchangée : « l'État contractant dont la loi régit la création de ces titres peut, ». En outre, concernant le titre du chapitre I, elle propose de le remplacer par « définitions et champs d'application » tant dans la version française qu'anglaise du texte. She confirmed "Definitions and Scope of Application" as the title to Chapter I and indicated that article 1 was adopted as modified. The discussion moved to article 2.

Procès-verbal/Minutes No 18

The Chairman of the Drafting Committee indicated that there had been no change, apart from the omission of the reference to sub-paragraphs (b) to (g) in the second line of paragraph (2).

Mr Kreuzer (Germany) pointed out that in the English text, sub-paragraph (3)(b) used the term "or" but the French text used the term « et ».

The Chair explained that as far as she understood, in this context, the terms have the same meaning.

Mr Wiener (United States of America) suggested that for clarity, sub-paragraph (1)(g) should contain a comma after the word "distributions" in the third line.

The Chairman of the Drafting Committee disagreed with this suggestion because the paragraph needed to be read as one phrase.

Mr Wiener (United States of America) reiterated that the United States delegation felt that the meaning was clearer with the comma.

The Chairman of the Drafting Committee said it was the old story of the "Oxford comma" and although it was not necessary in his view, he would not object to its addition.

M. Bernasconi (Premier secrétaire) propose, afin de se conformer à la version anglaise, de mettre, au paragraphe (3)(c), une virgule après « émetteur » et avant « que ce soit l'égard ».

The Chair confirmed that a comma would be added in the English text of sub-paragraph (3)(c) and therefore a comma should also be added to the French text.

Mr Reuschle (Germany) asked why the reference to sub-paragraphs (1)(b) to (g) had been deleted from paragraph (2).

The Chair explained that this had already been discussed; it was because it needed to refer to the whole of paragraph (1), and not just to sub-paragraphs (b) to (g). The discussion returned to the "Oxford comma".

The Chairman of the Drafting Committee confirmed there would be commas added to sub-paragraph (1)(g) so it would read: "income or other distributions, or to redemption, sale or other proceeds".

The Chair asked if a comma after "income" was required.

The Chairman of the Drafting Committee confirmed that it would be.

The Chair read the paragraph again.

Le Secrétaire général demande si c'est à dessein que, dans la version anglaise, l'intitulé de l'article 2 rappelle le titre du chapitre I, et si dans ce cas, il ne faudrait pas en faire de même dans la version française.

La Présidente constate qu'effectivement le chapitre I est intitulé « Définitions et champ d'application » et l'article 2 « Portée de la Convention et de la loi applicable ».

M. Deguée (Belgique) répond que cette différence n'est pas gênante. Cependant, il estime que si l'on a adopté la remarque du délégué suisse concernant le titre de l'article 1, alors le problème se rencontre désormais à deux endroits.

La Présidente demande quelles sont les opinions concernant le manque de cohérence interne entre les titres de chapitres et d'articles en français et en anglais.

The Chairman of the Drafting Committee suggested that the issue regarding the heading of Chapter I could be dealt with by the word "sphere".

The Secretary General said he was satisfied with the text as it was, but was merely inquiring as to whether there was a special reason for the difference.

The Chair suggested that if the Commission accepted the inconsistency in the French text, then it could remain as it was. She expressed a personal preference for the word "scope" in the English text and indicated that article 2 was adopted as modified but without modification of its heading. She then introduced article 3.

The Chairman of the Drafting Committee stated that there had been no change to the text as contained in Working Document No 23.

The Chair noting no objection, indicated that article 3 was adopted without modification. She introduced the title of Chapter II and confirmed there were no objections. She then introduced article 4.

The Chairman of the Drafting Committee pointed out that the only change was in paragraph (3), the third line from the end, where the word "articles" had been changed to "article".

Mrs Tuokila (Finland) suggested that in sub-paragraph (2)(d), it would be better to use the word "opening" rather than "establishment" because the former was used in other contexts of the convention.

The Chair pointed out that the French text spoke of « ouverture » which also means "opening".

Mr Struycken (Netherlands) suggested adding the word "or" to the end of sub-paragraphs (1)(a)(i), (2)(a) and (b).

The Chair replied that on the contrary, she thought the French text contained too many times the word « ou ».

M. Deguée (Belgique) répond qu'en langue française, il est usuel de mettre à la fin de chaque alinéa d'une liste de critères alternatifs, l'expression « ou ». C'est pourquoi, il lui semble que c'est à juste titre que les alinéas de la lettre (a) du paragraphe (1) et les lettres (a), (b), et (c) du paragraphe (2), se terminent par « ou ». En revanche, en langue anglaise, il rappelle que, pour des critères de même valeur, l'expression « or » est seulement placée après l'avant dernier élément de la liste. Il lui semble donc qu'aucun changement n'est nécessaire. Il laisse néanmoins au Président du Comité de rédaction le soin de la version anglaise.

M. Dupont (Luxembourg) s'associe aux propos de la délégation belge.

M. Bernasconi (Premier secrétaire) demande au délégué belge si la règle consistant à insérer l'expression « or » seulement après l'avant dernier élément de la liste ne s'applique pas également à la version française. Il constate en effet que la plupart des Conventions de la Conférence de La Haye reposent sur cette règle.

M. Deguée (Belgique) s'étonne d'une telle règle mais répond que s'il s'agit d'une tradition de la Conférence de La Haye, il peut adapter son point de vue.

La Présidente demande ce qui est finalement décidé concernant les « ou ».

M. Dupont (Luxembourg) propose de laisser le texte tel qu'il est.

Mr Kreuzer (Germany) expressed a preference for continuing the tradition of the Hague Conference as people may otherwise question why it was changed.

M. Deguée (Belgique) remarque que la version française a été rédigée en indiquant l'expression « ou » aux alinéas de chaque liste de critères alternatifs. Par conséquent, si la règle est changée pour l'article 4, il faudrait aussi modifier les autres articles de la convention. C'est pourquoi, il préfère la proposition du délégué luxembourgeois visant à garder le texte tel qu'il est.

The Chair confirmed that the French text would retain the multiple « ou »'s.

M. Brunet (Canada) préfère la proposition du Premier Secrétaire mais la décision étant prise, il s'y rallie.

La Présidente demande s'il faut ouvrir de nouveau le débat concernant les « ou », d'autant plus qu'il semble que la même règle ne soit pas toujours utilisée au sein des Conventions de La Haye.

The Secretary General said there had been agreement that the Permanent Bureau would have until 31 January 2003 to make any necessary language and technical changes and requested that this latitude be used to deal with this issue.

The Chair agreed that this was a good suggestion and returned the discussion to the issue raised by the Finnish delegate regarding the replacement of the term "establishment" with "opening".

The Chairman of the Drafting Committee indicated that either word would be satisfactory, and it would be perfectly acceptable to now align the English text with the French.

The Chair emphasised that this proposed change was for the sake of consistency and asked for further comments.

Ms Hansen (United States of America) expressed no opposition to the proposed change.

The Chair noted no objections and confirmed that the word "opening" would replace "establishment" in sub-paragraph (2)(d).

The Chairman of the Drafting Committee suggested changing the layout of paragraph (3) purely to facilitate it's reading. He explained that after the word "Convention" in the fifth line, a colon should be added, to be followed by: "a) that intermediary is the relevant intermediary; b) the account agreement between the account holder and that intermediary is the relevant account agreement; and c) the securities account for the purposes of Article 5(2) and (3) is the securities account to which the securities are credited immediately prior to the disposition". These sub-paragraphs would be listed down the page.

Mr Potok (Legal Expert to the Permanent Bureau) suggested a dash instead of a colon after the word "Convention" as was used throughout the English text. Furthermore, he suggested that as had been proposed by a delegate not present, the words "for the purposes of this Convention" be moved to the beginning of the paragraph.

The Chairman of the Drafting Committee stated that this would be awkward and did not read well, therefore it was better to leave it where it was.

The Chair confirmed that the words "for the purposes of this Convention" would be left as they were in paragraph (3) and indicated that article 4 was adopted as modified. She then introduced article 5.

The Chairman of the Drafting Committee indicated that only paragraph (1) had been changed. This paragraph was based on Working Document No 27 with certain modifications. Originally, article 5(1) had included the words "[or relevant parts]". He recalled discontent with these words and so the bracketed language had been deleted and its content would be reflected by inserting the sentence "In determining whether an account agreement expressly and unambiguously states that the relevant intermediary entered into the account agreement through a particular office, none of the following shall be considered . . ." followed by the list of factors (a) to (d). Furthermore, there had been concern that the words "for the avoidance of doubt" in Working Document No 27 would create the impression that there was in fact doubt and therefore these words had been deleted. He recalled the consensus reached that the reference in sub-paragraph (b) to legal proceedings against the relevant intermediary "at that office" should be replaced by "in a particular State or in a particular unit of a Multi-unit State". No other changes had been made to the text contained in Working Document No 27.

M. Lortie (Premier secrétaire) précise que dans les Conventions de La Haye, le terme « lettre » est préféré à celui de « littera ». Il propose de modifier en conséquence le paragraphe (2)(b).

M. Dupont (Luxembourg) propose de remplacer l'expression « d'une convention de compte » par « de la convention de compte » au paragraphe (2)(a), quatrième ligne, ainsi qu'au paragraphe (2)(b), sixième ligne, cela afin de se conformer à la version anglaise qui utilise l'article « the ».

Mr Crawford (Canada) pointed out that paragraphs (1) and (3) referred to the "applicable law" but paragraph (2) referred to "that law". He suggested it was perhaps accidentally left over from an earlier draft.

The Chair agreed that this was a good point.

Mr Crawford (Canada) pointed out that there was no need for the word "and" because each of the sub-paragraphs were stand-alone.

Mr Sigman (United States of America) disagreed and explained that the use of the word "and" was correct in this context because the intended meaning was that none of the listed factors would be considered. He agreed with the Canadian delegate's comments regarding the words "applicable law" and suggested that paragraph (2) be expanded to utilise the same technique as paragraph (1) *i.e.*, "if the applicable law is not determined . . . then the applicable law . . .", so that the paragraphs would be parallel in construction. He pointed out that the references to the word "under", which had been replaced with the words "in accordance with" should not have been changed in article 5(1). He also indicated that where Working Document No 27 had referred to "the law applicable to all the issues specified in Article 2(1)" it now referred to "the applicable law in accordance with this Convention". He asked whether there was any intent to change the meaning.

Procès-verbal/Minutes No 18

The Chair agreed that paragraph (1) should read "under Article 4" rather than "in accordance with Article 4".

The Chairman of the Drafting Committee agreed with the comment from the Canadian delegate that "the law applicable to all the issues specified in Article 2(1)" should be referred to rather than "the applicable law in accordance with this Convention".

The Chair asked what should be done to the French text.

Mr Sigman (United States of America) suggested the same wording as was used in Working Document No 27.

The Chair noted that there was no French version of Working Document No 27.

M. Bernasconi (Premier secrétaire) propose, pour la version française, de remplacer, à l'article 5(1), l'expression « la loi applicable en vertu de cette Convention » par « la loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) ».

The Chair asked if there were any other issues. Elle demande ce qui est décidé concernant la proposition canadienne visant à mettre « et » à la fin de l'article 5(1) lettre (d). Elle constate que la proposition est rejetée. Puis elle demande si la première phrase de l'article 5(2) peut être remplacée par « Si la loi applicable n'est pas déterminée selon le paragraphe (1), cette loi est : ». She confirmed that the words of paragraph (1) "if the applicable law . . ." should be repeated in paragraph (2) for both versions of the text.

The Chairman of the Drafting Committee indicated that as there had been an adjustment of the opening words, the change of wording from "that law is" to "the applicable law is" as suggested by the Canadian delegation would be unnecessary.

The Chair confirmed that the Canadian delegation agreed.

M. Struycken (Pays-Bas) explique que toute la phrase de l'article 5(1)(b) devrait pouvoir être remplacée par la simple référence à une clause d'élection de for. Il lui semble que cela simplifierait la rédaction et serait en outre plus juste.

The Chairman of the Drafting Committee pointed out that a specific reference to "proceedings against the relevant intermediary" was necessary and this was the reason the reference to "the law of the forum" would not be satisfactory in this context.

The Chair asked if all the issues had been dealt with. Elle demande si la nouvelle rédaction de la première phrase du paragraphe (2) convient à tout le monde et s'il y a d'autres remarques concernant l'article 5.

M. Deguée (Belgique) remarque qu'au paragraphe (3), quatrième ligne, il serait préférable de remplacer « cette loi » par « la loi applicable ». Il explique que la lecture en serait facilitée et cela est conforme à la version anglaise.

La Présidente lit la nouvelle rédaction de la première phrase du paragraphe (2) : « Si la loi applicable n'est pas déterminée selon le paragraphe (1), cette loi est : ». Elle ne constate aucune objection. L'article 5 est adopté tel que modifié. Elle introduit dans le débat l'article 6 et en fait la lecture.

The Chairman of the Drafting Committee indicated there had been no change.

Mr Reuschle (Germany) drew attention to the French text of article (6)(c), where there was no « et », compared to the English text which contained an "or". As this was a black list, he suggested the same system should be used as in the black list contained in article 5, *i.e.*, « et » in the French text and "or" in the English text before the last point.

M. Deguée (Belgique) répond que dans la version française, la rédaction du chapeau de l'article 6 : « il ne peut être tenu compte des éléments suivants » permet de viser tous les éléments de la liste. Par conséquent, l'ajout de « et » est inutile. A la lettre (a), il propose de remplacer « l'émetteur de titres » par « l'émetteur des titres » afin de se conformer à la version anglaise. A la lettre (c), il conseille de mettre une virgule après « le lieu où est tenu » et après « l'émetteur des titres ».

La Présidente demande ce qui est décidé concernant la proposition du délégué allemand.

M. Dupont (Luxembourg) s'associe aux propos du délégué belge et pense que pour les besoins de construction de la phrase, il ne faut pas ajouter le mot « et ».

La Présidente demande si, par souci de cohérence, il ne faudrait pas utiliser, à l'article 6, la même expression qu'à l'article c'est-à-dire « les éléments suivants ».

M. Deguée (Belgique) accepte, pour des raisons de cohérence, de mettre le mot « et ».

M. Dupont (Luxembourg) n'approuve pas l'ajout de « et » à l'article 6 car il estime que la phrase n'a alors plus de sens.

La Présidente estime que dans ce cas, il faut également enlever le mot « et » à l'article 5(1)(d).

M. Dupont (Luxembourg) objecte que l'article 5(1)(d) et (e), : « et une clause disposant » a un sens. En revanche, il estime que l'apposition de « et » à la fin de la lettre (c) de l'article 6 ne permet pas l'accord : « et le lieu de tout intermédiaire ». Il pense donc qu'il faut laisser le texte tel qu'il est.

La Présidente demande si tout le monde est d'accord pour laisser l'article tel quel, étant donné que cela semble avoir un sens selon les francophones.

M. Devos (Belgique) répond que les délégations francophones pourraient certainement accepter la suppression du « et » à l'article 5(1)(d) par souci de cohérence.

Mr Struycken (Netherlands) explained that under subparagraph (a), there was a reference to "registered office" but there was no such equivalent reference in the French text. In addition, the order of the places contained in subparagraph (a) was different in the French text to the English text. In particular, the English text referred first to the place where the issuer "is incorporated" and then "organised" whereas the French referred first to the place of "organisation" and second to the place of "constitution".

The Chair pointed out that "registered office" was not the same as « son principal établissement ».

M. Struycken (Pays-Bas) remarque qu'il existe effectivement une discordance à la lettre (a).

The Chairman of the Drafting Committee indicated that there might be a missing element in the French text but he was not certain what it should be. He suggested it be the same as "place of business", *i.e.*, « siège social ».

The Chair pointed out that if she counted each element there appeared to be five on each list, but if this were not correct, they would need to change it.

The Chairman of the Drafting Committee explained that the issue arose because some States used the notion of "statutory seat" but not "registered office", while others used "registered office" but not "statutory seat". Perhaps this was why the English text needed to include more.

M. Deguée (Belgique) approuve la remarque de M. Struycken concernant la discordance dans l'ordre des mots à la lettre (a). En revanche, il indique qu'il est difficile de trouver une équivalence parfaite entre les termes des versions française et anglaise pour désigner le siège de l'émetteur. En effet, selon les États, il constate que les vocables utilisés ne sont pas toujours traduisibles. Cependant en l'espèce, l'objectif est atteint puisque la lettre (a) permet de couvrir tous les cas.

La Présidente rappelle les modifications proposées. Pour la version française, à la lettre (a) de l'article 6, les expressions « d'organisation » et « de constitution » sont inversées et on remplace « de titres » par « des titres ». She confirmed that all the words in the English text would be retained to ensure that all the intended ideas were covered.

Mr Wiener (United States of America) suggested that in article (6)(a) the words "or otherwise" be inserted before the word "organised", as in article 5(2)(a).

The Chair disagreed because article 5 needed to include somebody without legal personality, while article 6 did not as only legal entities could issue securities.

Mr Wiener (United States of America) agreed with the response of the Chair.

Mr Crawford (Canada) pointed out that although this was not a very big issue, the explanation given by the Chair was not necessarily correct. Other entities, such as trusts and funds could issue securities and therefore it would be possible to accept the proposal for "or otherwise organised" in article 6.

The Chairman of the Drafting Committee noted that article (5)(2) intended to introduce a discreet cascade, which was not required in article 6.

Mr Sigman (United States of America) recalled that the intention behind article 6 was to keep in mind all the factors to be ignored and therefore the longer the list the better. The lack of perfect convergence was not so important in that context, as what mattered was that what was intended to be ignored would be ignored.

The Chair confirmed that the words "or otherwise" would not be added and article 6 was adopted as modified. She then introduced article 7.

The Chairman of the Drafting Committee said only one change had been made to sub-paragraph (4)(iii). Originally it had referred to the "issues specified in Article 2(1) in an insolvency proceeding", however this had seemed too wide because it might encompass issues dealt with in earlier paragraphs and therefore create an overlap which could cause confusion. On the other hand, the alternative reference "issues against the intermediary in an insolvency proceeding" had seemed too narrow because many such proceedings arose against the insolvency administrator. There were issues listed in article 2(1) that could involve adverse claims against insolvency administrators, such as sub-paragraphs (f) and (g). Therefore, the preferred wording was "issues specified in Article (2)(1) with respect to an insolvency administrator in an insolvency proceeding . . .".

The Chair drew attention to a difference in the titles of the English and French texts. She said the Secretary General had asked if the word "change" referred also to changes made to the law within a particular jurisdiction. If this was the case, she preferred the title "Protection of rights on change of the applicable law" which would clarify that the whole of the article was concerned with change to which law is applicable, rather than to changes within a single applicable law. Pour le texte français, on ne change donc pas l'intitulé de l'article 7 qui demeure : « Protection des droits en cas de changement de la loi applicable ».

M. Dupont (Luxembourg) remarque que puisqu'il a précédemment été décidé de se référer à la « présente Convention », il faut, en conséquence, remplacer l'expression « cette loi » aux paragraphes (1) et (2). Il laisse au Bureau Permanent le soin d'effectuer ces changements. Ensuite, il conseille, au paragraphe (4)(a), de remplacer « tels titres » par « ces titres ». Puis au paragraphe (6), il pense que comme le texte se réfère au paragraphe (4)(c), le terme « priorité » serait plus approprié que celui de « rang ».

La Présidente demande s'il faut remplacer, au paragraphe (6), l'expression « au rang » par « à la priorité ».

M. Deguée (Belgique) constate qu'au paragraphe (4)(c), le terme « priorité » est retenu, mais qu'aux paragraphes (5) et (6), il est fait référence au rang alors que le texte anglais vise la « priority ». En outre, il rappelle que la notion de rang trouve davantage sa place dans les procédures collectives. De ce fait, il préfère que soit utilisé le terme de « priorité » à l'article 7, tout en réservant la notion de rang pour l'article 8.

La Présidente demande s'il est convenable de retenir l'expression « une priorité supérieure à celle dont il aurait bénéficié » au paragraphe (5).

M. Dupont (Luxembourg) reconnaît qu'il est difficile d'admettre qu'une priorité soit supérieure. Dès lors, il préfère laisser le terme « rang » au paragraphe (5).

La Présidente demande confirmation que le paragraphe (6) est modifié et que le paragraphe (5) reste inchangé.

M. Reuschle (Allemagne) pense que relativement au paragraphe (4)(a), la traduction française de « such securities » devrait être « tels titres ». Si l'on remplace l'expression par « ces titres » comme cela a été proposé, il pense qu'il faut alors modifier le texte anglais.

M. Deguée (Belgique) répond qu'effectivement la traduction littérale est « tels titres » mais la proposition luxembourgeoise permet une formulation plus élégante.

Mrs Tuokila (Finland) pointed out that paragraph (4) needed to clarify that the old law would govern all the points listed under it and therefore suggested that the word "and" be added, or that the words "to govern all the following issues" be added to its chapeau.

Procès-verbal/Minutes No 18

The Chairman of the Drafting Committee confirmed that the word "and" should be added at the end of sub-paragraph (4)(b)(iii).

La Présidente en conclut que le mot « et » doit aussi être inséré, dans le texte français, à la fin du paragraphe (4)(b)(iii). Puis elle demande si l'article 7 rencontre l'approbation.

Mr Rogers (United States of America) suggested that in paragraph (6), the comma before the word "but" could be removed in order to be consistent.

M. Dupont (Luxembourg) indique que le délégué portugais a attiré son attention sur une omission dans la version française, à la dernière ligne du paragraphe (5). Afin d'être conforme au texte anglais, il convient de mettre « dont il aurait bénéficié si l'affaire avait été décidée en vertu de l'ancienne loi ».

The Chair asked if there were any objections to this proposal. Pointing out that it would correspond to the English text, she confirmed that the suggestion was accepted.

The Chairman of the Drafting Committee recalled the suggestion from the German delegate that to avoid ambiguity, sub-paragraph (4)(a) should refer to "those securities" rather than "such securities".

The Chair confirmed that in the third line of sub-paragraph (4)(a), the word "such" would be replaced by the word "those" and article 7 was adopted as modified. She then introduced article 8.

M. Dupont (Luxembourg) remarque que pour se conformer au texte anglais il convient de modifier la dernière ligne de l'article 8(1) en remplaçant « d'une telle procédure » par « de cette procédure ».

Le Secrétaire général constate que la plupart des Conventions de la Conférence de La Haye utilise l'expression « ne porte pas atteinte » plutôt que celle de « ne porte pas préjudice ». Il propose de modifier en conséquence le paragraphe (2).

La Présidente ne constate aucune objection au remplacement du mot « préjudice » par « atteinte » à l'article 8(2). L'article 8 est adopté tel que modifié. Elle introduit dans le débat l'article 9 et en fait lecture.

The Chairman of the Drafting Committee pointed out that the only change was the addition of the chapter heading "General Provisions".

The Chair suggested that in order to be consistent, the chapter heading for article 9 should be "General applicability of the Convention". There were no objections to this suggestion and article 9 was adopted as modified. She introduced article 10 and the Chairman of the Drafting Committee indicated there had been no changes made.

M. Dupont (Luxembourg) propose de remplacer « d'un État » par « dans un État » conformément à la rédaction de l'article 17 de la Convention de La Haye relative à la reconnaissance des trusts.

La Présidente constate qu'aucune autre délégation ne souhaite faire de commentaire sur cet article. L'article 10 est adopté tel que modifié. Elle introduit dans le débat l'article 11.

The Chairman of the Drafting Committee pointed out that the only change was in paragraph (3) where the word "the" had been inserted before the word "application".

M. Struycken (Pays-Bas) propose d'utiliser les mêmes expressions que dans les autres Conventions de La Haye et de remplacer, dans l'intitulé de l'article 11 du texte français, « lois d'application immédiate » par « lois de police ». In the English text, he suggested that the term "super-mandatory rules" should be used as in other Hague Conventions.

The Chairman of the Drafting Committee pointed out that paragraph (3) should read "under Article 5" instead of "in accordance with Article 5". The same applied to paragraph (1), which should read "under this Convention".

La Présidente propose de modifier l'article 11(3) en remplaçant « cette Convention » par « la présente Convention » comme cela a été décidé précédemment. She asked if there were comments regarding the Dutch delegate's proposal to change the heading to « Ordre public et lois de police » in the French text and to "Public policy and super-mandatory rules" in the English text.

Mr Kreuzer (Germany) indicated that he was not in favour of the change to "super-mandatory" as it was too vague. "Internationally" was clearer.

Mr Kanda (Japan) agreed with the German delegate.

M. Devos (Belgique) répond que, dans le texte français, la référence aux « lois de police » lui paraît tout à fait satisfaisante.

La Présidente remarque qu'en tant que déléguée italienne, elle préfère la rédaction actuelle mais qu'il revient aux délégués de décider. Elle confirme néanmoins que le texte anglais ne change pas.

M. Devos (Belgique) répond qu'il soutient la proposition de M. Struycken mais qu'il peut accepter la rédaction actuelle.

M. Dupont (Luxembourg) déclare lui aussi être en faveur de l'expression « lois de police » mais il reconnaît que la rédaction actuelle demeure satisfaisante.

La Présidente récapitule les positions. Pour le texte français, le titre de l'article 11 devient « Ordre public et lois de police », et le paragraphe (3) se termine par l'expression « en vertu de la présente Convention ». Pour le texte anglais, le titre de l'article 11 ne change pas, mais aux paragraphes (1) et (3) les termes « in accordance with » sont remplacés par « under ». L'article 11 est adopté tel que modifié. Elle introduit dans le débat l'article 12 et en fait lecture.

The Chairman of the Drafting Committee pointed out that there were a few changes. Sub-paragraph (1)(a) referred to "the State in the first sentence of Article 4(1)" instead of "State in Article 4(1)". In sub-paragraph (1)(b) an "s" had been added to "reference". A reference to "territorial unit" had been added in sub-paragraph (2)(b) and paragraph (3) was amended to read "Permanent Bureau of the Hague Conference on Private International Law" to clarify which Permanent Bureau was being referred to.

M. Dupont (Luxembourg) fait deux observations. Tout d'abord, au paragraphe (2)(a), il souhaite que le mot

« concerné » soit substitué par « lui-même ». Ensuite, à la cinquième ligne du paragraphe (4), il lui paraît préférable d'utiliser l'expression « remplit les conditions » plutôt que « satisfait les conditions ».

La Présidente demande s'il y a des observations sur ces propositions. She asked whether the words "in accordance with" should in fact be replaced with "under" in paragraphs (3) and (4). She said this was simply a question she was asking for the sake of consistency as such a change had been required in article 11. She noted consensus that such a change was required for article 12 and asked if there were any other changes necessary.

Mr Sigman (United States of America) pointed out that in the French text, sub-paragraph (1)(a) did not have a plural "references".

The Chair explained that this was because there was only one reference to « État » in the French text, whereas there were many references to "State" in the English text.

Mr Struycken (Netherlands) suggested that if sub-paragraph (2)(a) were changed, the same should be done to sub-paragraph (1)(b), *i.e.* « lui-même » to « concerné ». However, he indicated a preference for the original wording.

Mr Reuschle (Germany) stated that the Luxembourg delegate had proposed a substantive change which would then require a change to the English text. He stressed that it needed to be clear when making changes to the French text if this would also require changes to the English text.

La Présidente demande si l'expression « en question » pourrait convenir à la place de « concerné ».

M. Dupont (Luxembourg) répond que l'expression « en question » ne correspond pas non plus à la traduction littérale de « itself ». Cependant il peut se rallier à cette proposition si elle obtient l'approbation.

The Chair asked if the word « lui-même » means "itself".

M. Devos (Belgique) précise qu'il n'est aucunement dans leur intention de suggérer des changements substantiels au travers de cette proposition. Si celle-ci n'obtient pas l'approbation, il convient de laisser « lui-même » qui est la traduction exacte du mot « itself », même si cela ne leur para pas très satisfaisant. En outre, il admet que l'on peut mettre « référence » au pluriel au paragraphe (1)(a) conformément au texte anglais.

La Présidente s'étonne que l'on puisse mettre « référence » au pluriel alors qu'il n'y a, dans le texte français, qu'une seule référence.

M. Deguée (Belgique) répond qu'effectivement il faut être cohérent par rapport au texte en se référant à l'article 4.

Mme Dostie (Canada) pense qu'il ne faut pas toujours raisonner en terme de traduction littérale de l'anglais vers le français. En principe, le texte français devrait utiliser le mot « concerné » et certainement pas « lui-même ». Cependant, par souci d'adhésion, la délégation canadienne peut se satisfaire du texte actuel.

The Chairman of the Drafting Committee expressed support for the use of the word « lui-même » as this was not a reference to such State as opposed to any other State, but such a State as opposed to the Multi-unit State itself. Therefore, « lui-même » was better.

The Chair confirmed that there would therefore be no change. However, she stated that personally, she would not tell French speaking delegations how to write the French provisions.

M. Devos (Belgique) s'allie à la position canadienne et constate que « l'État à plusieurs unités lui-même » ne se dit pas.

La Présidente demande si l'on ne pourrait pas tout simplement enlever le mot « lui-même » car la phrase est suffisamment explicite.

M. Brunet (Canada) constate qu'il a pu se dégager, précédemment, un consensus et pense qu'il faut simplement rechercher le bon sens pour obtenir un résultat. Il se demande si la discussion est vraiment utile sur ce point.

M. Dupont (Luxembourg) ne comprend pas pourquoi la question fait débat alors que les trois pays francophones sont unanimes pour admettre que « concerné » est la traduction de « itself ». Cependant, dans un souci de compromis, il peut tout accepter.

M. Kreuzer (Allemagne) déclare accepter toute décision des délégations francophones.

La Présidente demande si le texte français est accepté tel que modifié. Aux paragraphes (1)(b) et (2)(a), le mot « concerné » est substitué à « lui-même ». Au paragraphe (4), cinquième ligne, « satisfait » est remplacé par « remplit ». L'article 12 est adopté tel que modifié. She then introduced article 13, pointed out that there had been no change and article 13 was adopted without modification. She introduced article 14 and the Chairman of the Drafting Committee pointed out that there had been no changes. The Chair indicated that article 14 was adopted without modification. She then introduced article 15.

The Chairman of the Drafting Committee said a chapter heading had been inserted but there had been no change to the article, which was previously numbered article 14.

Mr Struycken (Netherlands) suggested that the reference to "in accordance with" should be "under".

The Chair confirmed this change and indicated that article 15 was adopted as modified. She then introduced article 16.

The Chairman of the Drafting Committee pointed out that this had been article 20 and was now article 16. He recalled that it had been the subject of intensive negotiations and was certain the Commission did not wish to engage in further discussions, as its meaning was now clear. He indicated that paragraph (1) contained the correct phrase "in accordance with". There had been one change made twice in both paragraph (2) line 8 and paragraph (3), *i.e.*, the word "apply" had been substituted for "use" as courts do not use the convention, they apply it.

The Chair indicated that this was the only provision in the convention where the declaration provision stated that it was to be made "in accordance with Article 22" and that such a reference was not made elsewhere. She suggested it either be deleted or the same wording be included in all the other provisions containing declaration mechanisms in both the English and French texts. Pour la version française, elle précise qu'au paragraphe (4) il convient de remplacer la référence au « paragraphe (2) » par « paragraphe (3) » et au paragraphe (3), il faut ajouter

« ou de l'adhésion » après « de l'approbation ». She pointed out that in the English text, the fourth line of paragraph (3) was inconsistent as it referred to "territorial unit of a particular State" instead of "territorial unit of a particular Multi-unit State". She noted that the same correction was required in the fourth line of paragraph (4).

M. Devos (Belgique) est en accord avec la Présidente quant aux modifications des paragraphes (3) et (4), dans le texte français. Il souhaite ajouter qu'au paragraphe (2), onzième ligne, il convient de mettre le mot « comptes » au singulier afin de lire « aux conventions de compte conclues ».

Mr Kim (Korea) pointed out that in paragraph (3) of the English text there was a comma missing after the word "accession".

The Chair confirmed that this was correct. She indicated that the accepted changes to the English text were in paragraph (2), line 7 the words "in accordance with Article 22" would be deleted; paragraph (3), line 4 would refer to Multi-unit State; and line 10 would have a comma added after the word "accession". Paragraph (4), line 4 would also refer to Multi-unit State and line 5 would refer to "the law applicable to all the issues" rather than "the applicable law to all the issues". Pour le texte français, à la neuvième ligne du paragraphe (2), est supprimé « en vertu de l'article 22 ». A la onzième ligne de l'article 22, le mot « compte » est au singulier de façon à se lire « aux conventions de compte conclues ». A la dixième ligne du paragraphe (3), après « de l'acceptation » il faut lire « de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration ». Enfin, au paragraphe (4) il convient de remplacer « paragraphe (2) » par « paragraphe (3) ». L'article 16 est adopté tel que modifié. Elle introduit dans le débat l'article 17.

The Chairman of the Drafting Committee pointed out that this was previously article 15. Paragraph (2) now omitted the word "exceed" which had been erroneously included earlier. Furthermore, there was now a capital 'D' to distinguish the Depositary of the convention from depositories of securities.

La Présidente remarque que dans le texte anglais, le titre du chapitre V devrait être « Final Clauses » au lieu de « Final Provisions ». Le titre du chapitre V tel que modifié et l'article 17 sont adoptés. Elle introduit dans le débat l'article 18 et en fait la lecture.

The Chairman of the Drafting Committee pointed out that article 18 was previously article 16. The only change was the reformulation of paragraph (2) as the Secretary General had suggested, however the substance remained unchanged.

M. Deguée (Belgique) propose de remplacer au paragraphe (1), troisième ligne « elle aussi » par « également » puis au paragraphe (2), de remplacer « la notification donnée » par « la notification faite » ou bien « effectuée ».

La Présidente émet une préférence pour « faite » plutôt qu' « effectuée ». Quant à la proposition du mot « également », elle constate que toutes les délégations sont d'accord.

Mr Kim (Korea) pointed out that paragraph (1), in the fifth and sixth lines, referred to "obligations of a Contracting State", but paragraph (3) already provided that a Contracting State includes a Regional Economic Integration Organisation.

The Chairman of the Drafting Committee explained that it was necessary to clarify that a Regional Economic Integration Organisation would have the rights and obligations of a Contracting State. Although he agreed with the logic of the Korean delegate, he emphasised that it could not simply be left to paragraph (3) to make this very important point.

The Chair confirmed that paragraph (3) would be left as it was. Concernant le texte français, au paragraphe (1), « elle aussi » est remplacée par « également » et au paragraphe (2), « la notification donnée » est remplacée par « la notification faite ». She pointed out that the wording had been taken from the Unidroit Convention and therefore it was better to keep it as it was. She indicated that article 18 was adopted and introduced article 19.

The Chairman of the Drafting Committee pointed out that this was previously article 17. The only change was the proposal agreed to by the Secretary General that the period of time be three months after "written notification" rather than after "notification of the declaration".

M. Dupont (Luxembourg) demande au Secrétaire général pour quelle raison l'article 18 semble admettre qu'une adhésion intervienne avant l'entrée en vigueur de la convention alors que ce n'est pas le cas dans les Conventions relatives au trust ou encore aux successions.

Le Secrétaire général répond que cette observation est tout à fait correcte. Cependant, il ajoute qu'une telle disposition était déjà présente dans la *Convention de la Haye de 1986 relative aux ventes internationales de marchandises*. En outre, l'objectif est en l'espèce de faciliter l'adhésion tant des Etats membres que des non membres.

The Chairman of the Drafting Committee felt that the Secretary General was correct but expressed concern in relation to article 17(2) which did not state that the convention is subject to "accession" by the signatory States. Therefore, there is no reference to acceding before the entry into force of the convention.

The Secretary General explained that this was because all States have two options. Namely, they could sign the convention and then either ratify, accept or approve it. Alternatively, States could simply accede to the convention without signing it.

The Chair agreed that this was consistent.

M. Deguée (Belgique) demande s'il est effectivement possible d'adhérer avant l'entrée en vigueur de la convention.

La Présidente répond qu'en effet, un instrument d'adhésion peut être déposé avant l'entrée en vigueur et qu'il est en outre possible d'être l'un des trois États dont l'instrument provoquera l'entrée en vigueur de la convention. L'article 19 est adopté sans modification. Elle introduit dans le débat l'article 20. She pointed out that in the French text, there was a reference to the word "under" and therefore asked whether it should be "in accordance with" or "under" in the English text.

The Chairman of the Drafting Committee replied that it could be either.

Mr Kim (Korea) noted that in some provisions there was a comma just before the words "at the time of". He questioned whether paragraph (1) needed to be consistent with other provisions and if so, there should be a comma after the words "may" and "accession".

The Chair agreed that this change should be made in order to be consistent. Pour le texte français, le titre de l'article 20 doit être modifié afin de mettre « État » au pluriel comme c'est le cas dans le texte anglais.

Mme Dostie (Canada) approuve la modification proposée par la Présidente concernant le titre de l'article 20. Elle se demande en outre si, au paragraphe (3), il ne conviendrait pas de remplacer « si un État » par « si un État à plusieurs unités » dans les deux versions du texte.

Mr Kreuzer (Germany) pointed out that in the English text there was always reference to "a Multi-unit State". He suggested that the "s" be dropped in the title of the English text.

The Chair responded that the "s" should not be dropped in the English text as the heading was meant to be general. Rather, the French text should be made plural. She acknowledged that the Chairman of the Drafting Committee did not want to delete the "s". She asked if the clarification to the French text was necessary.

Ms Dostie (Canada) said that it was unnecessary and no change was required.

The Chair clarified that the changes to the English text were in paragraph (1), a comma would be added after the words "may" and "accession; and in the French text, an "s" would be added to « État » in the heading. She indicated that article 20 was adopted as modified. Elle introduit, dans le débat l'article 21 et après sa lecture, précise que dans le titre de l'article 21, en français, il faut mettre « réserve » au pluriel. L'article 21 est adopté tel que modifié. She then introduced article 22.

The Chairman of the Drafting Committee pointed out two changes from the provision contained in Working Document No 21. The first line now referred to article 16(2) and (3) due to the declaration mechanism added to article 16 and there had been a slight reformulation of sub-paragraph (d) to specify the date.

M. Deguée (Belgique) conseille de remplacer « devra prendre effet » par « prendra effet » aux paragraphes (d) et (e) afin de se conformer à l'article 23 du texte français.

La Présidente approuve la proposition du délégué belge et demande s'il y a d'autres commentaires sur cet article.

Mr Struycken (Netherlands) pointed out that in sub-paragraph (d) of the English text, the word "takes" should read: "shall take".

The Chair disagreed because the reference in the first sentence of sub-paragraph (d) was in fact intended to express the present tense, *i.e.*, that it takes effect at the same moment. On the other hand, the reference to "shall take" in the second sentence was intended to have a different meaning.

The Chairman of the Drafting Committee agreed with the Chair.

The Chair confirmed that article 22 was adopted without modification. She then introduced article 23.

The Chairman of the Drafting Committee indicated that the same reformulation to "the date on which notification is received" as agreed by the Secretary General had been made in this article.

M. Dupont (Luxembourg) remarque, relativement au paragraphe (2,) que la première phrase précise que le délai commence à courir après la date de réception de la notification par le Dépositaire. Dès lors, il demande s'il est possible de supprimer dans la seconde phrase « après la date de réception de la notification par le Dépositaire » afin de terminer la phrase juste après « la dénonciation prendra effet à l'expiration de la période en question ». Il précise que cette proposition est valable tant pour le texte français qu'anglais.

Ms Dostie (Canada) recalled that when Working Document No 25 had been discussed, she had requested for the sake of clarification, that a denunciation may be limited to territorial units and therefore proposed the same wording as is used in Article 62 of the *Hague Convention of 19 October 1996 on Jurisdiction, Applicable Law, Recognition, Enforcement and Co-operation in respect of Parental Responsibility and Measures for the Protection of Children.* Ainsi, dans le texte français, il faut ajouter à la fin du paragraphe (1) la phrase suivante : « La dénonciation pourra se limiter à certaines unités territoriales d'un État à plusieurs unités auxquelles s'applique la Convention ».

The Chair confirmed that this sentence would be added in both the English and French texts. She pointed out that this was also the same as Article 58 of the *Hague Convention of 13 January 2000 on the International Protection of Adults.*

Mr Kreuzer (Germany) pointed out that all other headings in the text used a plural term and questioned whether this heading should also be plural. Furthermore, he noted that in the French text, « rendra effet » was used, while in the English text, "takes effect" was used. He wondered whether this should rather be "shall take effect" in the English text.

The Chairman of the Drafting Committee also wondered whether this change should be made to both texts.

La Présidente explique qu'afin de se conformer à la version française, le paragraphe (2) doit être modifié en remplaçant « takes effect » par « shall take effect ». She confirmed that the same sentence as was included in Article 62 of the *Hague Convention of 19 October 1996 on Jurisdiction, Applicable Law, Recognition, Enforcement and Co-operation in respect of Parental Responsibility and Measures for the Protection of Children* should be added to take account of Multi-unit States.

Mr Dupont (Luxembourg) said his proposal was to end the sentence after the words "such longer period" for both the French and English texts. He explained that this would be much easier in the French text.

The Chairman of the Drafting Committee disagreed because that would mean the longer period specified in the notification rather than the longer period for taking effect. If a declaration gave a date, then that would be the date referred to, but the second sentence should refer to a time following the date referred to. He concluded that at the cost of inelegance, it was necessary to retain the phrase.

Mr Dupont (Luxembourg) agreed with the response given by the Chairman of the Drafting Committee.

The Chair indicated that article 23 was adopted.

Mr Burman (United States of America) stated that there had been discussions among a number of delegations, which indicated a need to re-open discussion of article 7. He said this was a significant problem and not just a minor drafting correction.

Procès-verbal/Minutes No 18

The Chair proposed that the reading of the text first be finalised and then, subject to agreement from the Commission, they would re-open the discussion on article 7 to find a solution. She then introduced article 24.

The Chairman of the Drafting Committee noted that the article should be corrected to read "Economic Integration" and not "Integration Economic". The only changes were to the cross-references of the various provisions which had been renumbered.

La Présidente remarque qu'il convient de remplacer, dans le chapeau de l'article 24, « devrait notifier » par « notifiera ». Puis, elle propose de remplacer, à la lettre (d), « des déclarations » par « les déclarations ». Elle conseille aussi de mettre au pluriel la phrase de la lettre (e) afin de lire « les dénonciations prévues ».

Mr Potok (Legal Expert to the Permanent Bureau) pointed out that a comma was not required after the word "declarations" in sub-paragraph (c) and the word "and" should be added to the end of sub-paragraph (d).

The Chair disagreed with the second point of the Legal Expert to the Permanent Bureau, explaining that there was no "and" in past Hague Conventions. She said the changes to article 24 were to correct the second line in the English text to read "Regional Economic Integration Organisation" and the comma would be deleted after the word "declarations" in sub-paragraph (c). Furthermore, the word "under" in sub-paragraph (b) would be changed to "in accordance with". Elle rappelle les modifications apportées au texte français. L'article 24 est adopté. Elle introduit le paragraphe final et après sa lecture, précise qu'il reste à compléter la dernière ligne. Il convient d'ajouter « lors de sa Dix-neuvième session ».

Mr Kim (Korea) asked whether the paragraph should refer to "Members of the Convention" and not just to "Members of the Hague Conference".

The Chairman of the Drafting Committee suggested the alternative wording "and other negotiating States".

The Secretary General recommended that it would be best to use the same words as in the Hague Service Convention, *i.e.*, to add "and to each State which participated in that Session" to the end of the paragraph. He suggested that the text contained in the final brackets be replaced by the words "Nineteenth Session" and agreed that there was a need to refer to Member States of the Hague Conference.

La Présidente précise que dans le texte français, il faut remplacer « à chacun des Membres » par « à chacun des États membres ». Puis à la fin de la dernière phrase, il faut ajouter : « lors de sa Dix-neuvième session, ainsi qu'à tout État ayant participé à cette session ». La clause est adoptée.

Ms Correia (Portugal) introduced the issue regarding article 7. She stated that the second sentence of paragraph (5) did not reflect the intention the proposal had initially had and in fact it created more problems than it solved. She proposed the deletion of article 7(5).

The Chair insisted that the Commission needed to know the reasons for this interpretation.

Ms Correia (Portugal) explained that the proposal by her delegation had been made in relation to a previous version of article 7, which provided that the new law would only apply if the old law would have applied it. She gave the example of a pledge filed, which was a possessory pledge. The plaintiff could not override a possessory pledge where the new law did not know that the rule of filing would come first. The intended aim of paragraph (5) could be achieved by applying the new law, which would look to the old law and therefore would not have the effect that the new law needed to do something that it could not do.

Mr Rogers (United States of America) gave the example of a disposition under the old law and a competing disposition under the new law, the priority of which would be determined by the new law. Paragraph (5) had been added with a very small problem, but its effect was to literally reverse the basic principle under paragraph (3), *i.e.*, that with regard to a disposition under the old law and a disposition under the new law, the new law applies to determine the priority. He said paragraph (5) could be read in such a way that the new law should not apply. He thanked the Portuguese delegate for seeing the issue and suggested that the small problem could be solved in the Explanatory Report, rather than inadvertently undoing a point which had already been agreed upon. He suggested therefore, that paragraph (3) be amended to read: "Subject to paragraph (4)" rather than "paragraphs (4) and (5)"; that paragraph (5) be deleted; and that paragraph (6) be renumbered paragraph (5).

The Chairman of the Drafting Committee stated that he was always open to proposals which simplified the text, however he disagreed with this reading of paragraph (5). He emphasised that it was not the new law's interest that was being referred to, but rather the old law's interest. He recalled that this paragraph had been drafted to respond to the request by the Portuguese delegation. He understood that if an interest was created under the old law and not perfected, then where there was a change in law to a jurisdiction which treated creation and perfection as one, the new law could not elevate the created interest into a perfected interest. He pointed out that the paragraph did not refer to the earlier law but to the later law.

M. Devos (Belgique) reconnaît que tous ont finalement bien accepté l'article 7. Il rappelle néanmoins que, déjà, lorsque la délégation portugaise avait proposé l'insertion de ce paragraphe (5), il avait eu des doutes quant aux modalités d'application de cette disposition par les juges. Il avait pourtant accepté la proposition. Cependant, si lors d'une seconde lecture il s'avère que les risques encourus sont plus grands que ceux initialement envisagés, il estime qu'ils doivent reconsidérer leur position. C'est pourquoi, aux vues des nouvelles explications, il lui paraît difficile de conserver l'article 7(5).

The Chair stated that she read the provision in the same way as the Chairman of the Drafting Committee and paragraph (5) did in fact provide the solution to the problem referred to by the Portuguese delegate.

Mr Burman (United States of America) clarified that the issue was not that some people would read paragraph (5) in one way and others would read it in another way. He stressed that three delegations had read it in this way and as it was a very important issue it would require some modification to the language.

The Chairman of the Drafting Committee pointed out that the paragraph had been drafted to respond to the problem raised by the Portuguese delegation, and that delegation and the United States delegation was satisfied to delete it. Therefore, it seemed satisfactory to now delete this paragraph.

The Chair wanted to ensure that the paragraph would not simply be deleted because two delegations were satisfied with its deletion.

Ms Rocks (EMTA) offered an example under paragraph (5) which illustrated that it could lead to a very bad result. She gave the example of disposition 1 under the old law of State (X), governing the agreement between the intermediary and the account holder. The intermediary then lends to the account holder. The law of State (X) does not recognise that relationship as perfecting the interest. The intermediary realises that if it changes the applicable law to that of State (Y), then the status of its interest would immediately be perfected and it would obtain the best priority. The account holder agrees to the change. Paragraph (5) meant that the new law could not apply to give the lender a greater priority or better rights than it could have had under the old law. She questioned why this would be a desired result under the convention. So long as a choice satisfies article 4(1), the parties were free to choose the law which provided the best protection.

M. Pereznieto Castro (Mexique) comprend, à la lecture du paragraphe (5), que la loi nouvelle ne peut ni conférer plus d'effets ni conférer un rang supérieur à un droit créé sous l'empire d'une loi précédente. Dès lors, cette disposition aborde, selon lui, une question de droit transitoire interne qui n'a pas sa place dans la convention. Il est donc en faveur de la suppression du paragraphe (5).

Mr Amaral (Brazil) agreed with the Mexican delegate. He stressed that paragraph (5) dealt with a question of internal law and all systems already had solutions in place which would give the deferral sought.

The Chair confirmed that there was consensus to delete article 7(5). Paragraph (3) would then read "subject to paragraph (4), the new law governs . . ." and the same amendment would be made to the French text. She added that paragraph (5) would be deleted and paragraph (6) would be renumbered to paragraph (5). Article 7 was adopted as modified. She stated that there had been a request which had received support to reconsider certain additions under article 7.

Mr Rogers (United States of America) explained that throughout the discussions of article 7, there had been one point of clear agreement: with regard to a disposition made under the old law and a disposition under the new law, the new law governs priority. Upon examination, it appeared that article 7(4)(a) might be inconsistent with this point. He gave the example of a disposition made under the old law which that law treated as perfected by filing. Then, the applicable law changed to a jurisdiction in which the priority rules take into account rules for perfection, *e.g.*, filing. However, if the new law had not contemplated that situation, then under article 7(4)(a), the filing system governed by the old law may have a different significance under the new law. This was part of the problem which paragraph (5) was trying to deal with and they needed to ensure that the provision was consistent with the basic principle that the new law would govern the priority dispute. He suggested that a provision be added to state "Nothing in paragraph (4)(a) precludes the application of the new law to the determination of priority between a disposition made before the change and a disposition made after the change". He expressed the view that this was the principle which had been the foundation of all the issues discussed. He pointed out that through sub-paragraph (4)(a) they may have inadvertently established something inconsistent with the basic principle.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) said article 7 provided that where a disposition was made before a change of law, first one had to determine whether one has to go to the old law or to the new law. He explained that the purpose of sub-paragraph (4)(a) was to provide that in order to determine whether SP1 perfected its interest, one must look to the old law. However, paragraph (3) provides that subject to paragraph (4), the new law governs all the issues specified in article 2(1), therefore if a disposition was perfected under the old law, and there is a new disposition under the new law, new law has to recognise the first disposition, but it governs the priority between the two dispositions.

Mr Crawford (Canada) recalled that they were first going to hear the nature of the issue but the Spanish delegate was now intervening to discuss the merits.

The Chair responded that although the intervention by the Spanish delegate went to the merits of the issue, it supported making no change.

Mr Garcimartín Alférez (Spain) confirmed that this was correct and his delegation was completely satisfied with the current text. He explained that sub-paragraph (4)(c) refers to priority disputes for parties whose interests arose before the change of law, and therefore, in those cases the old law applies; *a contrario*, it implies that the new law determines the priority between an old disposition and a new disposition.

The Chair asked whether they should reconsider article 7 or whether the intervention by the Spanish delegate had solved the problem.

Mr Crawford (Canada) stated that it was a matter to be voted upon.

Mr Kreuzer (Germany) supported the position of the Spanish delegation and agreed it was not necessary to reopen article 7.

Mr Devos (Belgium) sought clarification as to whether they had agreed to delete paragraph (5). In relation to the new problem, he expressed agreement with the Spanish delegation.

Mr Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark) agreed with the United States delegation that there was a problem but was indifferent as to when it should be discussed.

Mr Sigman (United States of America) stated that his delegation would be satisfied to withdraw the proposal if they could rely on the Explanatory Report to explain what was stated by the Spanish delegate.

The Chair thanked the United States delegate and advised that the Plenary Session would now commence.

The meeting was closed at 1.50 a.m.

Procès-verbal/Minutes No 18

Séances plénières

Plenary Sessions

Procès-verbal No 2*

Minutes No 2*

Séance du jeudi 12 / vendredi 13 décembre 2002 (nuit)

Meeting of Thursday 12 / Friday 13 December 2002 (night)

La séance est ouverte à 1 h 50 sous la présidence de M. Struycken (Pays-Bas).

The President announced that Commission III was finished and congratulated the Plenary. He explained that now he would act as President of the Nineteenth Diplomatic Session. He stated that they could read article by article and severely restrict the possibility for amendment but that in his capacity of delegate proposed not to read the text again. He asked the First Secretary to prepare the Final Act on the basis of the result of Commission III. He confirmed that they would meet at 11.00 a.m. for the Signing Ceremony of the Final Act which would contain the text of the convention and the decisions relating to the future agenda of the Hague Conference. He reminded delegates that they needed to ensure they are authorised by their domestic authorities to sign the full text of the Final Act.

The Secretary General recalled that the draft of the future agenda of the Hague Conference had previously been sent to all National Organs and one government had proposed certain dates to be added to the chapeau, a very minor change. There was also a change to the French text, in the fourth line, second paragraph, to correct a typo.

The President confirmed there were no objections.

The Secretary General announced that the Final Act would be available at the Peace Palace in French and English at 10.30 a.m. on the same day, 13 December 2002.

The President thanked all the delegates.

The Plenary was closed at 2.00 a.m.

* Le Procès-verbal No 1 figure dans le tome I, *Matières diverses*. Ne sont reproduits dans ce tome que les Procès-verbaux ayant trait au projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire.

* Minutes No 1 appears in tome I, *Miscellaneous matters*. Only the Minutes dealing with the draft Convention on Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary are reproduced in this volume.

Extrait du Procès-verbal de la Séance de clôture*

Extract from the Minutes of the Closing Session*

Séance du vendredi 13 décembre 2002 (matin)

Meeting of Friday 13 December 2002 (morning)

Le Président de la Commission III prononce le discours suivant :

We will now proceed to read out the Final Act, however as many people have worked very hard late into the night we will make a slight break with the tradition and will not read out the full text, but only a small portion thereof, namely the Preamble.

Il est procédé à la lecture de l'Acte final.

Les délégués présents et le Secrétaire général signent l'Acte final.

* Le Procès-verbal de la Séance de clôture figure dans le tome I ; *matières diverses*.

* The Minutes of the Closing of the Session appear in tome I, *Miscellaneous matters*.

Convention

Extrait de l'Acte final de la Dix-neuvième session signé le 13 décembre 2002*

CONVENTION SUR LA LOI APPLICABLE À CERTAINS DROITS SUR DES TITRES DÉTENUS AUPRÈS D'UN INTERMÉDIAIRE

Les Etats signataires de la présente Convention,

Conscients du besoin pratique urgent, dans un marché financier mondial de plus en plus étendu, de conférer certitude et prévisibilité à la détermination de la loi applicable aux titres qui sont aujourd'hui communément détenus par le biais de systèmes de compensation et de règlement-livraison ou d'autres intermédiaires,

Sensibles, en vue de faciliter les flux internationaux de capitaux et l'accès aux marchés des capitaux, à l'intérêt essentiel qu'il y a à réduire les risques juridiques, les risques systémiques et les coûts correspondants, liés aux opérations transfrontières portant sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire,

Désireux d'établir des dispositions communes sur la loi applicable aux titres détenus auprès d'un intermédiaire pouvant bénéficier à tous les Etats, quel que soit leur niveau de développement économique,

Reconnaissant que « l'approche du lieu de l'intermédiaire pertinent » (PRIMA) telle que déterminée par des conventions de compte avec des intermédiaires, assure la certitude juridique et la prévisibilité nécessaires,

Sont résolus de conclure une Convention à cet effet et sont convenus des dispositions suivantes :

CHAPITRE I – DÉFINITIONS ET CHAMP D'APPLICATION

Article 1 Définitions et interprétation

1. Dans la présente Convention :

a) « titres » désigne toutes actions, obligations ou autres instruments financiers ou actifs financiers (autres que des espèces), ou tout droit sur ces titres ;

b) « compte de titres » désigne un compte tenu par un intermédiaire sur lequel des titres peuvent être crédités ou duquel des titres peuvent être débités ;

c) « intermédiaire » désigne toute personne qui, dans le cadre de son activité professionnelle ou à titre habituel, tient des comptes de titres pour autrui ou tant pour autrui que pour compte propre, et agit en cette qualité ;

d) « titulaire de compte » désigne la personne au nom de laquelle un intermédiaire tient un compte de titres ;

e) « convention de compte » désigne, pour un compte de titres, la convention avec l'intermédiaire pertinent régissant ce compte de titres ;

f) « titres détenus auprès d'un intermédiaire » désigne les droits d'un titulaire de compte résultant du crédit de titres à un compte de titres ;

g) « intermédiaire pertinent » désigne l'intermédiaire qui tient le compte de titres pour le titulaire de compte ;

h) « transfert » désigne tout transfert de propriété, pur et simple ou à titre de garantie, ainsi que toute constitution de sûreté, avec ou sans dépossession ;

i) « opposabilité » désigne l'accomplissement de toute formalité nécessaire en vue d'assurer le plein effet d'un transfert envers toute personne qui n'est pas partie à ce transfert ;

j) « établissement » désigne, par rapport à un intermédiaire, un lieu d'activité professionnelle où l'une des activités de l'intermédiaire est exercée, à l'exclusion d'un lieu destiné à l'exercice purement temporaire d'activités professionnelles et d'un lieu d'activité de toute personne autre que l'intermédiaire ;

k) « procédure d'insolvabilité » désigne une procédure collective judiciaire ou administrative, y compris une procédure provisoire, dans laquelle les actifs et les activités du débiteur sont soumis au contrôle ou à la supervision d'un tribunal ou d'une autre autorité compétente aux fins de redressement ou de liquidation ;

l) « administrateur d'insolvabilité » désigne une personne qui est autorisée à administrer une procédure de redressement ou de liquidation, y compris à titre provisoire, et comprend un débiteur non dessaisi si la loi applicable en matière d'insolvabilité le permet ;

m) « Etat à plusieurs unités » désigne un Etat dans lequel deux ou plusieurs unités territoriales de cet Etat ou cet Etat et une ou plusieurs de ses unités territoriales ont leurs propres règles de droit se rapportant aux questions mentionnées à l'article 2(1) ;

n) « écrit » désigne une information (y compris celle transmise par télécommunication) qui se présente sur un support matériel ou sous une autre forme de support, qui peut être reproduite ultérieurement sur un support matériel.

2. Toute référence dans la présente Convention à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend :

a) un transfert ayant comme objet un compte de titres ;

b) un transfert en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte ;

c) un privilège légal en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte relatif à toute créance née en relation avec la tenue et le fonctionnement d'un compte de titres.

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

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

* Pour le texte complet de l'Acte final, voir *Actes et documents de la Dix-neuvième session*, tome I, *Matières diverses*.

Extract from the Final Act of the Nineteenth Session signed on the 13th of December 2002*

CONVENTION ON THE LAW APPLICABLE TO CERTAIN RIGHTS IN RESPECT OF SECURITIES HELD WITH AN INTERMEDIARY

The States signatory to the present Convention,

Aware of the urgent practical need in a large and growing global financial market to provide legal certainty and predictability as to the law applicable to securities that are now commonly held through clearing and settlement systems or other intermediaries,

Conscious of the importance of reducing legal risk, systemic risk and associated costs in relation to cross-border transactions involving securities held with an intermediary so as to facilitate the international flow of capital and access to capital markets,

Desiring to establish common provisions on the law applicable to securities held with an intermediary beneficial to States at all levels of economic development,

Recognising that the "Place of the Relevant Intermediary Approach" (or PRIMA) as determined by account agreements with intermediaries provides the necessary legal certainty and predictability,

Have resolved to conclude a Convention to this effect, and have agreed upon the following provisions –

CHAPTER I – DEFINITIONS AND SCOPE OF APPLICATION

Article 1 Definitions and interpretation

1. In this Convention –

a) "securities" means any shares, bonds or other financial instruments or financial assets (other than cash), or any interest therein;

b) "securities account" means an account maintained by an intermediary to which securities may be credited or debited;

c) "intermediary" means a person that in the course of a business or other regular activity maintains securities accounts for others or both for others and for its own account and is acting in that capacity;

d) "account holder" means a person in whose name an intermediary maintains a securities account;

e) "account agreement" means, in relation to a securities account, the agreement with the relevant intermediary governing that securities account;

f) "securities held with an intermediary" means the rights of an account holder resulting from a credit of securities to a securities account;

g) "relevant intermediary" means the intermediary that maintains the securities account for the account holder;

h) "disposition" means any transfer of title whether outright or by way of security and any grant of a security interest, whether possessory or non-possessory;

i) "perfection" means completion of any steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition;

j) "office" means, in relation to an intermediary, a place of business at which any of the activities of the intermediary are carried on, excluding a place of business which is intended to be merely temporary and a place of business of any person other than the intermediary;

k) "insolvency proceeding" means a collective judicial or administrative proceeding, including an interim proceeding, in which the assets and affairs of the debtor are subject to control or supervision by a court or other competent authority for the purpose of reorganisation or liquidation;

l) "insolvency administrator" means a person authorised to administer a reorganisation or liquidation, including one authorised on an interim basis, and includes a debtor in possession if permitted by the applicable insolvency law;

m) "Multi-unit State" means a State within which two or more territorial units of that State, or both the State and one or more of its territorial units, have their own rules of law in respect of any of the issues specified in Article 2(1);

n) "writing" and "written" mean a record of information (including information communicated by teletransmission) which is in tangible or other form and is capable of being reproduced in tangible form on a subsequent occasion.

2. References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include –

a) a disposition of a securities account;

b) a disposition in favour of the account holder's intermediary;

c) a lien by operation of law in favour of the account holder's intermediary in respect of any claim arising in connection with the maintenance and operation of a securities account.

3. A person shall not be considered an intermediary for the purposes of this Convention merely because –

a) it acts as registrar or transfer agent for an issuer of securities; or

* For the complete text of the Final Act, see *Proceedings of the Nineteenth Session*, tome I, *Miscellaneous matters*.

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

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

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

Article 2 Champ d'application matériel de la Convention et domaine de la loi applicable

1. La présente Convention détermine la loi applicable aux questions suivantes concernant des titres détenus auprès d'un intermédiaire :

a) la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers des droits résultant du crédit de titres à un compte de titres ;

b) la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

c) les éventuelles conditions d'opposabilité d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

d) si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire a pour effet d'éteindre ou de primer le droit d'une autre personne ;

e) les éventuelles obligations d'un intermédiaire envers une personne autre que le titulaire de compte qui revendique des droits concurrents sur des titres détenus auprès de cet intermédiaire à l'encontre du titulaire de compte ou d'une autre personne ;

f) les éventuelles conditions de réalisation d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

g) si le transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire s'étend aux droits aux dividendes, revenus, ou autres distributions, ou aux remboursements, produits de cession ou tous autres produits.

2. La présente Convention détermine la loi applicable aux questions mentionnées au paragraphe (1) concernant un transfert de titres ou d'un droit sur ces titres détenus auprès d'un intermédiaire, même si les droits résultant du crédit de ces titres à un compte de titres sont déterminés, conformément au paragraphe (1)(a), comme étant de nature contractuelle.

3. Sous réserve du paragraphe (2), la présente Convention ne détermine pas la loi applicable :

a) aux droits et obligations résultant du crédit de titres à un compte de titres, dans la mesure où ces droits et obligations sont de nature purement contractuelle ou autrement purement personnelle ;

b) aux droits et obligations contractuels ou personnels des parties à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ; et

c) aux droits et obligations d'un émetteur de titres ou d'un agent de registre ou de transfert d'un tel émetteur, que ce soit à l'égard du titulaire des droits sur les titres ou de toute autre personne.

Article 3 Caractère international d'une situation

La présente Convention s'applique à toutes les situations comportant un conflit entre les lois de différents Etats.

CHAPITRE II – LOI APPLICABLE

Article 4 Rattachement principal

1. La loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) est la loi en vigueur de l'Etat convenue expressément dans la convention de compte comme régissant celle-ci ou, si la convention de compte désigne expressément une autre loi applicable à toutes ces questions, cette autre loi. La loi désignée conformément à la présente disposition ne s'applique que si l'intermédiaire pertinent a, au moment de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat, qui :

a) soit seul, soit avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent, dans cet Etat ou dans un autre Etat :

i) effectue ou assure le suivi des inscriptions en comptes de titres ;

ii) gère les paiements ou les opérations sur titres relatifs à des titres détenus auprès de l'intermédiaire ; ou

iii) exerce autrement à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de compte de titres ; ou

b) est identifié comme tenant des comptes de titres dans cet Etat au moyen d'un numéro de compte, d'un code bancaire ou d'un autre mode d'identification spécifique.

2. Pour les besoins du paragraphe (1)(a), un établissement n'exerce pas, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de comptes de titres :

a) au seul motif que les installations de traitement de données ou de comptabilité de comptes de titres y sont situées ;

b) au seul motif que des centres d'appel pour communiquer avec des titulaires de compte y sont situés ou exploités ;

c) au seul motif que le courrier relatif aux comptes de titres y est organisé ou que des dossiers ou des archives s'y trouvent ; ou que

d) lorsque cet établissement remplit exclusivement des fonctions de représentation ou administratives, autres que celles se rapportant à l'ouverture ou à la tenue de comptes de titres, et qu'il n'a pas le pouvoir de conclure une convention de compte.

3. En cas d'un transfert de titres détenus par un titulaire de compte auprès d'un intermédiaire effectué en faveur de ce dernier, que celui-ci tienne ou non dans ses livres un compte propre, pour les besoins de la présente Convention :

b) it records in its own books details of securities credited to securities accounts maintained by an intermediary in the names of other persons for whom it acts as manager or agent or otherwise in a purely administrative capacity.

4. Subject to paragraph (5), a person shall be regarded as an intermediary for the purposes of this Convention in relation to securities which are credited to securities accounts which it maintains in the capacity of a central securities depository or which are otherwise transferable by book entry across securities accounts which it maintains.

5. In relation to securities which are credited to securities accounts maintained by a person in the capacity of operator of a system for the holding and transfer of such securities on records of the issuer or other records which constitute the primary record of entitlement to them as against the issuer, the Contracting State under whose law those securities are constituted may, at any time, make a declaration that the person which operates that system shall not be an intermediary for the purposes of this Convention.

Article 2 Scope of the Convention and of the applicable law

1. This Convention determines the law applicable to the following issues in respect of securities held with an intermediary –

a) the legal nature and effects against the intermediary and third parties of the rights resulting from a credit of securities to a securities account;

b) the legal nature and effects against the intermediary and third parties of a disposition of securities held with an intermediary;

c) the requirements, if any, for perfection of a disposition of securities held with an intermediary;

d) whether a person's interest in securities held with an intermediary extinguishes or has priority over another person's interest;

e) the duties, if any, of an intermediary to a person other than the account holder who asserts in competition with the account holder or another person an interest in securities held with that intermediary;

f) the requirements, if any, for the realisation of an interest in securities held with an intermediary;

g) whether a disposition of securities held with an intermediary extends to entitlements to dividends, income, or other distributions, or to redemption, sale or other proceeds.

2. This Convention determines the law applicable to the issues specified in paragraph (1) in relation to a disposition of or an interest in securities held with an intermediary even if the rights resulting from the credit of those securities to a securities account are determined in accordance with paragraph (1)(a) to be contractual in nature.

3. Subject to paragraph (2), this Convention does not determine the law applicable to –

a) the rights and duties arising from the credit of securities to a securities account to the extent that such rights or duties are purely contractual or otherwise purely personal;

b) the contractual or other personal rights and duties of parties to a disposition of securities held with an intermediary; or

c) the rights and duties of an issuer of securities or of an issuer's registrar or transfer agent, whether in relation to the holder of the securities or any other person.

Article 3 Internationality

This Convention applies in all cases involving a choice between the laws of different States.

CHAPTER II – APPLICABLE LAW

Article 4 Primary rule

1. The law applicable to all the issues specified in Article 2(1) is the law in force in the State expressly agreed in the account agreement as the State whose law governs the account agreement or, if the account agreement expressly provides that another law is applicable to all such issues, that other law. The law designated in accordance with this provision applies only if the relevant intermediary has, at the time of the agreement, an office in that State, which –

a) alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary in that or another State –

i) effects or monitors entries to securities accounts;

ii) administers payments or corporate actions relating to securities held with the intermediary; or

iii) is otherwise engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts; or

b) is identified by an account number, bank code, or other specific means of identification as maintaining securities accounts in that State.

2. For the purposes of paragraph (1)(a), an office is not engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts –

a) merely because it is a place where the technology supporting the bookkeeping or data processing for securities accounts is located;

b) merely because it is a place where call centres for communication with account holders are located or operated;

c) merely because it is a place where the mailing relating to securities accounts is organised or files or archives are located; or

d) if it engages solely in representational functions or administrative functions, other than those related to the opening or maintenance of securities accounts, and does not have authority to make any binding decision to enter into any account agreement.

3. In relation to a disposition by an account holder of securities held with a particular intermediary in favour of that intermediary, whether or not that intermediary maintains a securities account on its own records for which it is the account holder, for the purposes of this Convention –

a) cet intermédiaire est l'intermédiaire pertinent ;

b) la convention de compte entre le titulaire de compte et cet intermédiaire constitue la convention pertinente ;

c) le compte de titres visé à l'article 5(2) et (3) est le compte auquel les titres sont crédités immédiatement avant le transfert.

Article 5 Rattachements subsidiaires

1. Si la loi applicable n'est pas déterminée en vertu de l'article 4, mais qu'il ressort expressément et sans ambiguïté d'une convention de compte écrite que celle-ci a été conclue via un établissement particulier de l'intermédiaire pertinent, la loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1), est la loi en vigueur dans l'Etat, ou dans l'unité territoriale de l'Etat à plusieurs unités, dans lequel cet établissement était alors situé, si celui-ci remplissait la condition prévue à la deuxième phrase de l'article 4(1). Afin de déterminer s'il ressort expressément et sans ambiguïté d'une convention de compte que celle-ci a été conclue via un établissement particulier de l'intermédiaire pertinent, les éléments suivants ne peuvent pas être pris en considération :

a) une clause stipulant qu'un acte ou tout autre document peut ou doit être notifié à l'intermédiaire pertinent à cet établissement ;

b) une clause stipulant que l'intermédiaire pertinent peut ou doit être assigné en justice dans un Etat particulier ou dans une unité territoriale particulière d'un Etat à plusieurs unités ;

c) une clause stipulant qu'un relevé de compte ou tout autre document peut ou doit être fourni par l'intermédiaire pertinent depuis cet établissement ;

d) une clause stipulant qu'un service peut ou doit être fourni par l'intermédiaire pertinent depuis cet établissement ;

e) une clause stipulant qu'une opération ou fonction peut ou doit être accomplie par l'intermédiaire pertinent à cet établissement.

2. Si la loi applicable n'est pas déterminée en vertu du paragraphe (1), cette loi est la loi en vigueur dans l'Etat, ou dans l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, dont la loi régit la constitution ou, à défaut, l'organisation de l'intermédiaire pertinent au moment de la conclusion de la convention de compte écrite, ou en l'absence d'une telle convention, au moment de l'ouverture du compte de titres ; toutefois, si l'intermédiaire pertinent est constitué ou, à défaut, organisé en vertu de la loi d'un Etat à plusieurs unités, mais non pas en vertu de la loi d'une unité territoriale de cet Etat, la loi applicable est la loi en vigueur dans l'unité territoriale de cet Etat à plusieurs unités dans laquelle il exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, la loi de l'unité territoriale dans laquelle est situé son principal lieu d'activité, au moment de la conclusion de la convention de compte écrite, ou en l'absence d'une telle convention, au moment de l'ouverture du compte de titres.

3. Si la loi applicable n'est déterminée ni en vertu du paragraphe (1) ni en vertu du paragraphe (2), cette loi est la loi en vigueur dans l'Etat, ou dans l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, dans lequel l'intermédiaire pertinent exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, l'Etat, ou l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, dans lequel est situé son principal lieu d'activité au moment de la conclusion de la convention de compte écrite, ou en l'absence d'une telle convention, au moment de l'ouverture du compte de titres.

Article 6 Critères exclus

Pour déterminer la loi applicable en vertu de la présente Convention, il ne peut être tenu compte des éléments suivants :

a) le lieu de constitution ou, à défaut, d'organisation ou du siège social de l'émetteur des titres, de son administration centrale ou de son lieu ou principal lieu d'activité ;

b) les lieux où sont situés les certificats représentant les titres ou constituant la preuve de l'existence de ceux-ci ;

c) le lieu où est tenu, par ou pour le compte de l'émetteur des titres, un registre des titulaires des titres ;

d) le lieu de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent.

Article 7 Protection des droits en cas de changement de la loi applicable

1. Le présent article s'applique lorsqu'une convention de compte est modifiée de manière à changer la loi applicable en vertu de la présente Convention.

2. Pour les besoins du présent article :

a) la « nouvelle loi » désigne la loi applicable en vertu de la présente Convention après le changement ;

b) « l'ancienne loi » désigne la loi applicable en vertu de la présente Convention avant le changement.

3. Sous réserve du paragraphe (4), la nouvelle loi régit toutes les questions mentionnées à l'article 2(1).

4. Sauf à l'égard d'une personne ayant consenti au changement de la loi, l'ancienne loi demeure applicable :

a) à l'existence d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire né avant le changement de la loi ainsi qu'à un transfert de ces titres rendu opposable avant le changement de la loi ;

b) s'agissant d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire né avant le changement de la loi,

i) à la nature juridique et aux effets d'un tel droit à l'égard de l'intermédiaire pertinent et de toute personne partie à un transfert de ces titres effectué avant le changement de la loi ;

ii) à la nature juridique et aux effets d'un tel droit à l'égard d'une personne qui, après le changement de la loi, procède à une saisie sur ces titres ;

iii) à la détermination de toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) à l'égard d'un administrateur d'insolvabilité dans une procédure d'insolvabilité ouverte après le changement de la loi ;

c) à la priorité entre parties dont les droits sont nés avant le changement de la loi applicable.

5. Le paragraphe (4)(c) n'écarte pas l'application de la nouvelle loi concernant la priorité d'un droit né sous l'ancienne loi mais qui a été rendu opposable en vertu de la nouvelle loi.

Article 8 Insolvabilité

1. Nonobstant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité, la loi applicable en vertu de la présente Convention régit toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) en rapport avec tout évènement intervenu avant l'ouverture de cette procédure.

a) that intermediary is the relevant intermediary;

b) the account agreement between the account holder and that intermediary is the relevant account agreement;

c) the securities account for the purposes of Article 5(2) and (3) is the securities account to which the securities are credited immediately before the disposition.

Article 5 Fall-back rules

1. If the applicable law is not determined under Article 4, but it is expressly and unambiguously stated in a written account agreement that the relevant intermediary entered into the account agreement through a particular office, the law applicable to all the issues specified in Article 2(1) is the law in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, in which that office was then located, provided that such office then satisfied the condition specified in the second sentence of Article 4(1). In determining whether an account agreement expressly and unambiguously states that the relevant intermediary entered into the account agreement through a particular office, none of the following shall be considered –

a) a provision that notices or other documents shall or may be served on the relevant intermediary at that office;

b) a provision that legal proceedings shall or may be instituted against the relevant intermediary in a particular State or in a particular territorial unit of a Multi-unit State;

c) a provision that any statement or other document shall or may be provided by the relevant intermediary from that office;

d) a provision that any service shall or may be provided by the relevant intermediary from that office;

e) a provision that any operation or function shall or may be carried on or performed by the relevant intermediary at that office.

2. If the applicable law is not determined under paragraph (1), that law is the law in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, under whose law the relevant intermediary is incorporated or otherwise organised at the time the written account agreement is entered into or, if there is no such agreement, at the time the securities account was opened; if, however, the relevant intermediary is incorporated or otherwise organised under the law of a Multi-unit State and not that of one of its territorial units, the applicable law is the law in force in the territorial unit of that Multi-unit State in which the relevant intermediary has its place of business, or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business, at the time the written account agreement is entered into or, if there is no such agreement, at the time the securities account was opened.

3. If the applicable law is not determined under either paragraph (1) or paragraph (2), that law is the law in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, in which the relevant intermediary has its place of business, or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business, at the time the written account agreement is entered into or, if there is no such agreement, at the time the securities account was opened.

Article 6 Factors to be disregarded

In determining the applicable law in accordance with this Convention, no account shall be taken of the following factors –

a) the place where the issuer of the securities is incorporated or otherwise organised or has its statutory seat or registered office, central administration or place or principal place of business;

b) the places where certificates representing or evidencing securities are located;

c) the place where a register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located; or

d) the place where any intermediary other than the relevant intermediary is located.

Article 7 Protection of rights on change of the applicable law

1. This Article applies if an account agreement is amended so as to change the applicable law under this Convention.

2. In this Article –

a) "the new law" means the law applicable under this Convention after the change;

b) "the old law" means the law applicable under this Convention before the change.

3. Subject to paragraph (4), the new law governs all the issues specified in Article 2(1).

4. Except with respect to a person who has consented to a change of law, the old law continues to govern –

a) the existence of an interest in securities held with an intermediary arising before the change of law and the perfection of a disposition of those securities made before the change of law;

b) with respect to an interest in securities held with an intermediary arising before the change of law –

i) the legal nature and effects of such an interest against the relevant intermediary and any party to a disposition of those securities made before the change of law;

ii) the legal nature and effects of such an interest against a person who after the change of law attaches the securities;

iii) the determination of all the issues specified in Article 2(1) with respect to an insolvency administrator in an insolvency proceeding opened after the change of law;

c) priority as between parties whose interests arose before the change of law.

5. Paragraph (4)(c) does not preclude the application of the new law to the priority of an interest that arose under the old law but is perfected under the new law.

Article 8 Insolvency

1. Notwithstanding the opening of an insolvency proceeding, the law applicable under this Convention governs all the issues specified in Article 2(1) with respect to any event that has occurred before the opening of that insolvency proceeding.

2. La présente Convention ne porte pas atteinte à l'application de toute règle de droit matériel ou de procédure en matière d'insolvabilité, telle que celle relative:

a) au rang des catégories de créances ou à la nullité d'un transfert effectué au mépris des règles sur la période suspecte ou effectué en fraude des droits des créanciers; ou

b) à l'exercice de droits à compter de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité.

CHAPITRE III - DISPOSITIONS GÉNÉRALES

Article 9 Applicabilité générale de la Convention

La présente Convention est applicable même si la loi qu'elle désigne est celle d'un Etat non contractant.

Article 10 Exclusion du renvoi

Au sens de la présente Convention, le terme « loi » désigne le droit en vigueur dans un Etat, à l'exclusion des règles de conflit de lois.

Article 11 Ordre public et lois de police

1. L'application de la loi déterminée en vertu de la présente Convention ne peut être écartée que si elle conduit à un résultat manifestement contraire à l'ordre public du for.

2. La présente Convention ne porte pas atteinte aux dispositions de la loi du for dont l'application s'impose même aux situations internationales, quelle que soit la loi désignée par les règles de conflit de lois.

3. Les dispositions de la loi du for imposant des conditions relatives à l'opposabilité ou se rapportant aux priorités entre droits concurrents ne peuvent être appliquées en vertu du présent article, sauf si la loi du for est la loi applicable en vertu de la présente Convention.

Article 12 Détermination de la loi applicable en relation avec un Etat à plusieurs unités

1. Si le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu que la loi applicable est la loi d'une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités,

a) la référence à « l'Etat » dans la première phrase de l'article 4(1) vise cette unité territoriale ;

b) les références à « cet Etat » dans la deuxième phrase de l'article 4(1) visent l'Etat à plusieurs unités concerné.

2. Pour l'application de la présente Convention,

a) la loi en vigueur dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités vise aussi bien la loi de cette unité territoriale que, dans la mesure où elle est applicable dans cette unité territoriale, la loi de l'Etat à plusieurs unités concerné ;

b) si la loi en vigueur dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités désigne la loi d'une autre unité territoriale du même Etat comme étant la loi régissant l'opposabilité par voie de dépôt public, d'inscription publique ou d'enregistrement public, la loi qui régit cette question est la loi de cette autre unité territoriale.

3. Un Etat à plusieurs unités peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration énonçant que si, en vertu de l'article 5, la loi applicable est la loi de cet Etat à plusieurs unités ou de l'une de ses unités territoriales, les règles de conflit internes en vigueur dans cet Etat à plusieurs unités détermineront si ce sont les règles de droit matériel de cet Etat à plusieurs unités ou d'une unité territoriale spécifique de cet Etat à plusieurs unités qui s'appliquent. Un Etat à plusieurs unités qui fait une telle déclaration doit communiquer les informations relatives au contenu de ces règles de conflit internes au Bureau Permanent de la Conférence de La Haye de droit international privé.

4. Un Etat à plusieurs unités peut, à tout moment, faire une déclaration précisant que si la loi applicable en vertu de l'article 4 est la loi de l'une de ses unités territoriales, la loi de cette unité territoriale s'applique uniquement si l'intermédiaire pertinent a un établissement dans cette unité territoriale qui remplit la condition prévue à la deuxième phrase de l'article 4(1). Une telle déclaration n'a aucun effet sur un transfert effectué avant que la déclaration ne prenne effet.

Article 13 Interprétation uniforme

Pour l'interprétation de la présente Convention, il sera tenu compte de son caractère international et de la nécessité de promouvoir l'uniformité de son application.

Article 14 Examen du fonctionnement pratique de la Convention

Le Secrétaire général de la Conférence de La Haye de droit international privé convoque périodiquement une Commission spéciale afin d'examiner le fonctionnement pratique de la présente Convention et l'opportunité d'apporter des modifications à celle-ci.

CHAPITRE IV - DISPOSITIONS TRANSITOIRES

Article 15 Priorité entre droits nés avant et après l'entrée en vigueur de la Convention

Dans un Etat contractant, la loi applicable en vertu de la présente Convention détermine si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire acquis après l'entrée en vigueur de la présente Convention pour cet Etat, a pour effet d'éteindre ou de primer le droit d'une autre personne acquis avant l'entrée en vigueur de la présente Convention pour cet Etat.

Article 16 Conventions de compte conclues et comptes de titres ouverts avant l'entrée en vigueur de la Convention

1. Toute référence dans la présente Convention à une convention de compte vise également une convention de compte conclue avant l'entrée en vigueur de la présente Convention conformément à l'article 19(1). Toute référence dans la présente Convention à un compte de titres vise également un compte de titres ouvert avant l'entrée en vigueur de la présente Convention conformément à l'article 19(1).

2. Nothing in this Convention affects the application of any substantive or procedural insolvency rules, including any rules relating to –

a) the ranking of categories of claim or the avoidance of a disposition as a preference or a transfer in fraud of creditors; or

b) the enforcement of rights after the opening of an insolvency proceeding.

CHAPTER III – GENERAL PROVISIONS

Article 9 General applicability of the Convention

This Convention applies whether or not the applicable law is that of a Contracting State.

Article 10 Exclusion of choice of law rules (renvoi)

In this Convention, the term "law" means the law in force in a State other than its choice of law rules.

Article 11 Public policy and internationally mandatory rules

1. The application of the law determined under this Convention may be refused only if the effects of its application would be manifestly contrary to the public policy of the forum.

2. This Convention does not prevent the application of those provisions of the law of the forum which, irrespective of rules of conflict of laws, must be applied even to international situations.

3. This Article does not permit the application of provisions of the law of the forum imposing requirements with respect to perfection or relating to priorities between competing interests, unless the law of the forum is the applicable law under this Convention.

Article 12 Determination of the applicable law for Multi-unit States

1. If the account holder and the relevant intermediary have agreed on the law of a specified territorial unit of a Multi-unit State –

a) the references to "State" in the first sentence of Article 4(1) are to that territorial unit;

b) the references to "that State" in the second sentence of Article 4(1) are to the Multi-unit State itself.

2. In applying this Convention –

a) the law in force in a territorial unit of a Multi-unit State includes both the law of that unit and, to the extent applicable in that unit, the law of the Multi-unit State itself;

b) if the law in force in a territorial unit of a Multi-unit State designates the law of another territorial unit of that State to govern perfection by public filing, recording or registration, the law of that other territorial unit governs that issue.

3. A Multi-unit State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that if, under Article 5, the applicable law is that of the Multi-unit State or one of its territorial units, the internal choice of law rules in force in that Multi-unit State shall determine whether the substantive rules of law of that Multi-unit State or of a particular territorial unit of that Multi-unit State shall apply. A Multi-unit State that makes such a declaration shall communicate information concerning the content of those internal choice of law rules to the Permanent Bureau of the Hague Conference on Private International Law.

4. A Multi-unit State may, at any time, make a declaration that if, under Article 4, the applicable law is that of one of its territorial units, the law of that territorial unit applies only if the relevant intermediary has an office within that territorial unit which satisfies the condition specified in the second sentence of Article 4(1). Such a declaration shall have no effect on dispositions made before that declaration becomes effective.

Article 13 Uniform interpretation

In the interpretation of this Convention, regard shall be had to its international character and to the need to promote uniformity in its application.

Article 14 Review of practical operation of the Convention

The Secretary General of the Hague Conference on Private International Law shall at regular intervals convene a Special Commission to review the practical operation of this Convention and to consider whether any amendments to this Convention are desirable.

CHAPTER IV – TRANSITION PROVISIONS

Article 15 Priority between pre-Convention and post-Convention interests

In a Contracting State, the law applicable under this Convention determines whether a person's interest in securities held with an intermediary acquired after this Convention entered into force for that State extinguishes or has priority over another person's interest acquired before this Convention entered into force for that State.

Article 16 Pre-Convention account agreements and securities accounts

1. References in this Convention to an account agreement include an account agreement entered into before this Convention entered into force in accordance with Article 19(1). References in this Convention to a securities account include a securities account opened before this Convention entered into force in accordance with Article 19(1).

2. A moins qu'une convention de compte ne contienne une référence expresse à la présente Convention, les tribunaux d'un Etat contractant appliqueront les paragraphes (3) et (4) pour les besoins de l'application de l'article 4(1) aux conventions de compte conclues avant l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet Etat conformément à l'article 19. Un Etat contractant peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration selon laquelle ses tribunaux n'appliqueront pas lesdits paragraphes aux conventions de compte conclues après l'entrée en vigueur de la présente Convention conformément à l'article 19(1), mais conclues avant l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet Etat conformément à l'article 19(2). Si l'Etat contractant est un Etat à plusieurs unités territoriales, il peut faire une telle déclaration pour l'une de ses unités territoriales.

3. Toute clause expresse d'une convention de compte qui conduirait en vertu des règles de l'Etat dont la loi régit cette convention, à appliquer la loi en vigueur dans un Etat, ou dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, à toute question mentionnée à l'article 2(1), aura pour effet que cette loi régit toutes les questions mentionnées à l'article 2(1), si l'intermédiaire pertinent avait, lors de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat remplissant la condition prévue à la deuxième phrase de l'article 4(1). Un Etat contractant peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration selon laquelle ses tribunaux n'appliqueront pas le présent paragraphe aux conventions de compte visées au présent paragraphe et dans lesquelles les parties ont expressément convenu que le compte de titres est maintenu dans un autre Etat. Si l'Etat contractant est un Etat à plusieurs unités territoriales, il peut faire une telle déclaration pour l'une de ses unités territoriales.

4. Lorsque les parties à une convention de compte, autre que celles visées au paragraphe (3), ont convenu que le compte de titres serait maintenu dans un Etat ou dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, la loi en vigueur dans cet Etat ou cette unité territoriale s'applique à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1), si l'intermédiaire pertinent avait, lors de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat remplissant la condition prévue à la deuxième phrase de l'article 4(1). Un tel accord peut être exprès ou résulter de manière implicite des dispositions du contrat dans son ensemble ou des circonstances extérieures à celui-ci.

CHAPITRE V – CLAUSES FINALES

Article 17 Signature, Ratification, Acceptation, Approbation ou Adhésion

1. La présente Convention est ouverte à la signature de tous les Etats.

2. La présente Convention est sujette à ratification, acceptation ou approbation des Etats signataires.

3. Un Etat qui ne signe pas la présente Convention peut y adhérer à tout moment.

4. Les instruments de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion seront déposés auprès du Ministère des Affaires Etrangères du Royaume des Pays-Bas, Dépositaire de la présente Convention.

Article 18 Organisations régionales d'intégration économique

1. Une organisation régionale d'intégration économique constituée par des Etats souverains et ayant compétence sur certaines matières régies par la présente Convention peut également signer, accepter et approuver la présente Convention ou y adhérer. En pareil cas, l'organisation régionale d'intégration économique aura les mêmes droits et obligations qu'un Etat contractant, dans la mesure où cette organisation a compétence sur des matières régies par la présente Convention. Lorsque le nombre d'Etats contractants est pertinent dans la présente Convention, l'organisation régionale d'intégration économique n'est pas comptée comme Etat contractant en plus de ses Etats membres qui sont des Etats contractants.

2. Au moment de la signature, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, l'organisation régionale d'intégration économique notifie au Dépositaire par écrit les matières régies par la présente Convention pour lesquelles ses Etats membres ont délégué leur compétence à cette organisation. L'organisation régionale d'intégration économique doit notifier sans retard au Dépositaire, par écrit, toute modification intervenue dans la délégation de compétence précisée dans la notification faite en vertu du présent paragraphe, ainsi que toute nouvelle délégation de compétence.

3. Toute référence à « Etat contractant » ou « Etats contractants » dans la présente Convention s'applique également à une organisation régionale d'intégration économique, lorsque le contexte requiert qu'il en soit ainsi.

Article 19 Entrée en vigueur

1. La présente Convention entrera en vigueur le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après le dépôt du troisième instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion prévu par l'article 17.

2. Par la suite, la présente Convention entrera en vigueur :

a) pour chaque Etat ou organisation régionale d'intégration économique au sens de l'article 18 ratifiant, acceptant, approuvant ou y adhérant postérieurement, le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après le dépôt de son instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion ;

b) pour les unités territoriales auxquelles la présente Convention a été étendue conformément à l'article 20(1), le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après la notification de la déclaration visée dans ledit article.

Article 20 Etats à plusieurs unités

1. Un Etat à plusieurs unités peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration ayant pour effet que la présente Convention s'appliquera à toutes ses unités territoriales ou uniquement à l'une ou à plusieurs d'entre elles.

2. Ces déclarations devront indiquer expressément les unités territoriales auxquelles la présente Convention s'applique.

3. Si un Etat ne fait pas de déclaration en vertu du paragraphe (1), la présente Convention s'appliquera à l'ensemble du territoire de cet Etat.

2. Unless an account agreement contains an express reference to this Convention, the courts of a Contracting State shall apply paragraphs (3) and (4) in applying Article 4(1) with respect to account agreements entered into before the entry into force of this Convention for that State in accordance with Article 19. A Contracting State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that its courts shall not apply those paragraphs with respect to account agreements entered into after the entry into force of this Convention in accordance with Article 19(1) but before the entry into force of this Convention for that State in accordance with Article 19(2). If the Contracting State is a Multi-unit State, it may make such a declaration with respect to any of its territorial units.

3. Any express terms of an account agreement which would have the effect, under the rules of the State whose law governs that agreement, that the law in force in a particular State, or a territorial unit of a particular Multi-unit State, applies to any of the issues specified in Article 2(1), shall have the effect that such law governs all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time the agreement was entered into, an office in that State which satisfied the condition specified in the second sentence of Article 4(1). A Contracting State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that its courts shall not apply this paragraph with respect to an account agreement described in this paragraph in which the parties have expressly agreed that the securities account is maintained in a different State. If the Contracting State is a Multi-unit State, it may make such a declaration with respect to any of its territorial units.

4. If the parties to an account agreement, other than an agreement to which paragraph (3) applies, have agreed that the securities account is maintained in a particular State, or a territorial unit of a particular Multi-unit State, the law in force in that State or territorial unit is the law applicable to all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time the agreement was entered into, an office in that State which satisfied the condition specified in the second sentence of Article 4(1). Such an agreement may be express or implied from the terms of the contract considered as a whole or from the surrounding circumstances.

CHAPTER V – FINAL CLAUSES

Article 17 Signature, ratification, acceptance, approval or accession

1. This Convention shall be open for signature by all States.

2. This Convention is subject to ratification, acceptance or approval by the signatory States.

3. Any State which does not sign this Convention may accede to it at any time.

4. The instruments of ratification, acceptance, approval or accession shall be deposited with the Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of the Netherlands, Depositary of this Convention.

Article 18 Regional Economic Integration Organisations

1. A Regional Economic Integration Organisation which is constituted by sovereign States and has competence over certain matters governed by this Convention may similarly sign, accept, approve or accede to this Convention. The Regional Economic Integration Organisation shall in that case have the rights and obligations of a Contracting State, to the extent that that Organisation has competence over matters governed by this Convention. Where the number of Contracting States is relevant in this Convention, the Regional Economic Integration Organisation shall not count as a Contracting State in addition to its Member States which are Contracting States.

2. The Regional Economic Integration Organisation shall, at the time of signature, acceptance, approval or accession, notify the Depositary in writing specifying the matters governed by this Convention in respect of which competence has been transferred to that Organisation by its Member States. The Regional Economic Integration Organisation shall promptly notify the Depositary in writing of any changes to the distribution of competence specified in the notice in accordance with this paragraph and any new transfer of competence.

3. Any reference to a "Contracting State" or "Contracting States" in this Convention applies equally to a Regional Economic Integration Organisation where the context so requires.

Article 19 Entry into force

1. This Convention shall enter into force on the first day of the month following the expiration of three months after the deposit of the third instrument of ratification, acceptance, approval or accession referred to in Article 17.

2. Thereafter this Convention shall enter into force –

a) for each State or Regional Economic Integration Organisation referred to in Article 18 subsequently ratifying, accepting, approving or acceding to it, on the first day of the month following the expiration of three months after the deposit of its instrument of ratification, acceptance, approval or accession;

b) for a territorial unit to which this Convention has been extended in accordance with Article 20(1), on the first day of the month following the expiration of three months after the notification of the declaration referred to in that Article.

Article 20 Multi-unit States

1. A Multi-unit State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that this Convention shall extend to all its territorial units or only to one or more of them.

2. Any such declaration shall state expressly the territorial units to which this Convention applies.

3. If a State makes no declaration under paragraph (1), this Convention extends to all territorial units of that State.

Article 21 Réserves

Aucune réserve à la présente Convention n'est admise.

Article 22 Déclarations

Aux fins des articles 1(5), 12(3) et (4), 16(2) et (3), et 20 :

a) toute déclaration doit être notifiée par écrit au Dépositaire ;

b) tout Etat contractant peut à tout moment modifier une déclaration en faisant une nouvelle déclaration ;

c) tout Etat contractant peut retirer une déclaration à tout moment ;

d) toute déclaration faite au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion prend effet simultanément avec l'entrée en vigueur de la présente Convention pour l'Etat concerné ; toute déclaration faite à un moment ultérieur et toute nouvelle déclaration prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'un délai de trois mois après la date de la notification faite par le Dépositaire conformément à l'article 24 ;

e) un retrait d'une déclaration prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'un délai de six mois après la date de la notification faite par le Dépositaire conformément à l'article 24.

Article 23 Dénonciation

1. Tout Etat contractant pourra dénoncer la présente Convention par une notification par écrit au Dépositaire. La dénonciation pourra se limiter à certaines unités territoriales d'un Etat à plusieurs unités auxquelles s'applique la Convention.

2. La dénonciation prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de douze mois après la date de réception de la notification par le Dépositaire. Lorsqu'une période plus longue pour la prise d'effet de la dénonciation est spécifiée dans la notification, la dénonciation prendra effet à l'expiration de la période en question après la date de réception de la notification par le Dépositaire.

Article 24 Notifications par le Dépositaire

Le Dépositaire notifiera aux Membres de la Conférence de La Haye de droit international privé, ainsi qu'aux autres Etats et aux organisations régionales d'intégration économique qui ont signé, ratifié, accepté, approuvé ou adhéré conformément aux articles 17 et 18, les renseignements suivants :

a) les signatures et ratifications, acceptations, approbations et adhésions prévues aux articles 17 et 18 ;

b) la date d'entrée en vigueur de la présente Convention conformément à l'article 19 ;

c) les déclarations et retraits des déclarations prévues à l'article 22 ;

d) les notifications prévues à l'article 18(2) ;

e) les dénonciations prévues à l'article 23.

En foi de quoi, les soussignés, dûment autorisés, ont signé la présente Convention.

Fait à La Haye, le . . . . . 20 . . .*, en français et en anglais, les deux textes faisant également foi, en un seul exemplaire, qui sera déposé dans les archives du Gouvernement du Royaume des Pays-Bas et dont une copie certifiée conforme sera remise, par la voie diplomatique, à chacun des Etats membres de la Conférence de La Haye de droit international privé lors de sa Dix-neuvième session, ainsi qu'à tout Etat ayant participé à cette Session.

* La Convention a été signée le 5 juillet 2006 et porte cette date.

Article 21 Reservations

No reservation to this Convention shall be permitted.

Article 22 Declarations

For the purposes of Articles 1(5), 12(3) and (4), 16(2) and (3) and 20 –

a) any declaration shall be notified in writing to the Depositary;

b) any Contracting State may modify a declaration by submitting a new declaration at any time;

c) any Contracting State may withdraw a declaration at any time;

d) any declaration made at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession shall take effect simultaneously with the entry into force of this Convention for the State concerned; any declaration made at a subsequent time and any new declaration shall take effect on the first day of the month following the expiration of three months after the date on which the Depositary made the notification in accordance with Article 24;

e) a withdrawal of a declaration shall take effect on the first day of the month following the expiration of six months after the date on which the Depositary made the notification in accordance with Article 24.

Article 23 Denunciation

1. A Contracting State may denounce this Convention by a notification in writing to the Depositary. The denunciation may be limited to certain territorial units of a Multi-unit State to which this Convention applies.

2. The denunciation shall take effect on the first day of the month following the expiration of twelve months after the date on which the notification is received by the Depositary. Where a longer period for the denunciation to take effect is specified in the notification, the denunciation shall take effect upon the expiration of such longer period after the date on which the notification is received by the Depositary.

Article 24 Notifications by the Depositary

The Depositary shall notify the Members of the Hague Conference on Private International Law, and other States and Regional Economic Integration Organisations which have signed, ratified, accepted, approved or acceded in accordance with Articles 17 and 18, of the following –

a) the signatures and ratifications, acceptances, approvals and accessions referred to in Articles 17 and 18;

b) the date on which this Convention enters into force in accordance with Article 19;

c) the declarations and withdrawals of declarations referred to in Article 22;

d) the notifications referred to in Article 18(2);

e) the denunciations referred to in Article 23.

In witness whereof the undersigned, being duly authorised thereto, have signed this Convention.

Done at The Hague, on the . . . . . day of . . . . . 20 . . .*, in the English and French languages, both texts being equally authentic, in a single copy which shall be deposited in the archives of the Government of the Kingdom of the Netherlands, and of which a certified copy shall be sent, through diplomatic channels, to each of the Member States of the Hague Conference on Private International Law as of the date of its Nineteenth Session and to each State which participated in that Session.

* The Convention was signed on the 5th of July 2006 and thus bears that date.

Rapport
Report

Rapport explicatif de Roy Goode, Hideki Kanda, et Karl Kreuzer*

AVEC L'ASSISTANCE DE CHRISTOPHE BERNASCONI (BUREAU PERMANENT)

Table du Rapport

page

IÈRE PARTIE : INTRODUCTION GÉNÉRALE 580

I. Historique du projet de La Haye sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire 580

II. Objet fondamental de la Convention de La Haye sur les Titres : mettre à jour et unifier les principes de conflit de lois afin de refléter la réalité de la détention des titres sur le marché 584

A. Evolution des pratiques commerciales 584

1. De la détention directe à la détention intermédiée (intermédiation de titres) 584
2. Immobilisation, dématérialisation et centralisation 586

B. Différences dans les systèmes de droit 586
C. Etablir des règles de conflit de lois appropriées pour les titres crédités à un compte de titres 586
D. Exemples 588
E. Analyse de conflit de lois 592

1. Le besoin de règles de conflit de lois uniformes 592
2. Le principe traditionnel de la *lex rei sitae* 592
3. Rejet ferme et sans ambiguïté de l'approche de « transparence » aux fins des conflits de lois 594
4. L'approche du lieu de l'intermédiaire pertinent (PRIMA—*Place of the Relevant Intermediary Approach*) 594
5. Le fondement du rattachement principal de la Convention : un accord exprès entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent sur la loi applicable 596

III. Principaux éléments de la Convention 598

IIÈME PARTIE : COMMENTAIRE DES ARTICLES DE LA CONVENTION 602

CHAPITRE I DÉFINITIONS ET CHAMP D'APPLICATION 602

***Article 1** Définitions et interprétation* 602

I. Définitions – article 1(1) 604

II. Autres dispositions relatives aux définitions 612

A. Transfert – article 1(2) 612
B. Intermédiaire – articles 1(3)-(5) 614

1. Introduction 614
2. Article 1(3) 614
3. Article 1(4) 614
4. Article 1(5) 616

III. Termes supplémentaires utilisés dans le présent Rapport explicatif 616

***Article 2** Champ d'application matériel de la Convention et domaine de la loi applicable* 618

I. Introduction 618

II. Article 2(1) : questions régies par la loi applicable en vertu de la Convention – les règles en détail 620

A. La nature de la liste de questions 620
B. La teneur de la liste 622

III. Article 2(2) : loi applicable à un transfert de titres ou à un droit portant sur des titres lorsque le droit du titulaire de compte est une créance contractuelle à l'encontre de son intermédiaire 630

IV. Articles 2(3)(a) et (b) : sous réserve de l'article 2(2), la Convention ne détermine pas la loi applicable à des droits de nature purement contractuelle ou autrement purement personelle entre les parties à une convention de compte ou un transfert 630

V. Article 2(3)(c) 632

***Article 3** Caractère international d'une situation* 632

I. Introduction 632

II. Illustration de l'applicabilité de la Convention 634

III. Applicabilité – Facteur temporel 636

IV. Conflits entre unités territoriales d'Etats à plusieurs unités 638

CHAPITRE II LOI APPLICABLE 638

***Article 4** Rattachement principal* 638

I. Introduction 638

II. Le rattachement principal : article 4(1), première phrase 642

III. La condition d'établissement conforme : article 4(1), seconde phrase, et article 4(2) 646

A. Introduction 646

1. Résumé des conditions 646
2. Le facteur temporel 650
3. « Etablissement » 652
4. L'activité conforme 652

B. Détail des dispositions 652

1. Article 4(1)(a) 652
2. Article 4(1)(b) 652
3. Article 4(2) 652

IV. Article 4(3) 654

V. Transferts par voie d'inscriptions sur plusieurs comptes de titres, y compris à travers une chaîne d'intermédiaires 656

***Article 5** Rattachements subsidiaires* 660

I. Introduction 662

II. Le premier rattachement subsidiaire : article 5(1) 662

III. Le deuxième rattachement subsidiaire : article 5(2) 664

* Les experts engagés dans les négociations renvoient communément au « problème de la page 37 » en référence à la page à laquelle le problème était examiné dans le Document préliminaire No 1 lors de sa diffusion aux Etats membres, dans une édition provisoire. Ce document est désormais publié dans le présent tome des Actes et documents et a été repaginé en conséquence. Le « problème de la page 37 » figure maintenant aux pages 46-48 du présent volume.

Explanatory Report by Roy Goode, Hideki Kanda, and Karl Kreuzer*

WITH THE ASSISTANCE OF CHRISTOPHE BERNASCONI (PERMANENT BUREAU)

Table of the Report

page

PART I: GENERAL INTRODUCTION 581

I. History of the Hague project on securities held with an intermediary 581

II. The basic purpose of the Hague Securities Convention: updating and unifying conflict of laws principles to reflect market reality in securities holdings 585

A. Developments in commercial practices 585

1. From direct holdings to intermediated holdings 585

2. Immobilisation, dematerialisation and centralisation 587

B. Differences in legal systems 587

C. Providing appropriate conflict of laws rules for securities credited to a securities account 587

D. Examples 589

E. The conflict of laws analysis 593

1. The need for uniform conflict of laws rules 593

2. The traditional *lex rei sitae* principle 593

3. Firm and unambiguous rejection of the 'look-through approach' for conflict of laws purposes 595

4. The Place of the Relevant Intermediary Approach (PRIMA) 595

5. The basis for the Convention's primary rule: an express choice of law agreement between the account holder and the relevant intermediary 597

III. Key features of the Convention 599

PART II: COMMENTARY ON THE ARTICLES OF THE CONVENTION 603

CHAPTER I DEFINITIONS AND SCOPE OF APPLICATION 603

***Article 1** Definitions and interpretation* 603

I. Definitions – Article 1(1) 605

II. Further definitional provisions 613

A. Disposition – Article 1(2) 613

B. Intermediary – Article 1(3)-(5) 615

1. Introduction 615

2. Article 1(3) 615

3. Article 1(4) 615

4. Article 1(5) 617

III. Additional terms used in this Explanatory Report 617

***Article 2** Scope of the Convention and of the applicable law* 619

I. Introduction 619

II. Article 2(1): issues governed by the applicable law determined by the Convention – the provisions in detail 621

A. The nature of the list of issues 621

B. The content of the list 623

III. Article 2(2): law applicable to a disposition of or an interest in securities when the account holder's interest is a contractual claim against its intermediary 631

IV. Article 2(3)(a) and (b): Subject to Article 2(2), the Convention does not determine the applicable law to purely contractual or otherwise purely personal rights between the parties to an account agreement or a disposition 631

V. Article 2(3)(c) 633

***Article 3** Internationality* 633

I. Introduction 633

II. Illustrations of the applicability of the Convention 635

III. Applicability – Time 637

IV. Conflicts between territorial units within Multi-unit States 639

CHAPTER II APPLICABLE LAW 639

***Article 4** Primary rule* 639

I. Introduction 639

II. The primary rule: Article 4(1), first sentence 643

III. The Qualifying Office requirement: Article 4(1), second sentence, and Article 4(2) 647

A. Introduction 647

1. The conditions summarised 647

2. The time factor 651

3. "Office" 653

4. The qualifying activity 653

B. Detail of the provisions 653

1. Article 4(1)(a) 653

2. Article 4(1)(b) 653

3. Article 4(2) 653

IV. Article 4(3) 655

V. Dispositions by transfer from one securities account to another, including through a chain of intermediaries 657

***Article 5** Fall-back rules* 661

I. Introduction 663

II. The first fall-back rule: Article 5(1) 663

III. The second fall-back rule: Article 5(2) 665

* The experts participating in the negotiations refer generally to the "page 37 problem" when making reference to the page at which this problem was examined in Preliminary Document No 1 when distributed among the Member States in a provisional version. This document is now published in this volume of the Proceedings and has been repaginated as a result. The "page 37 problem" can now be found on pages 47-49 of this volume.

IV. Le troisième rattachement subsidiaire : article 5(3) 664
V. Modification de la convention de compte 664
Article 6 *Critères exclus* 664
Article 7 *Protection des droits en cas de changement de la loi applicable* 666
I. Introduction 666
II. Article 7(1) : champ d'application de la disposition 668
III. Article 7(2) : définition des lois « ancienne » et « nouvelle » 670
IV. Article 7(3) – Règle générale : applicabilité de la « nouvelle » loi 672
V. Article 7(4) – Exceptions : applicabilité de « l'ancienne loi » 672
VI. Article 7(5) – Questions de priorité 676
Article 8 *Insolvabilité* 678
I. Introduction 678
II. Champ d'application de l'article 8 à l'égard d'une procédure d'insolvabilité 680
III. Article 8(1) : reconnaissance des droits acquis avant une procédure d'insolvabilité 682
IV. Article 8(2) : effets des droits antérieurement acquis dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité 682
CHAPITRE III DISPOSITIONS GÉNÉRALES 684
Article 9 *Applicabilité générale de la Convention* 684
Article 10 *Exclusion du renvoi* 684
Article 11 *Ordre public et lois de police* 686
I. Introduction 686
II. Article 11(1) : l'exception d'ordre public 686
III. Article 11(2) : lois de police du for 688
IV. Article 11(3) : une restriction importante 690
Article 12 *Détermination de la loi applicable en relation avec un Etat à plusieurs unités* 690
I. Introduction 692
II. Article 12(1) : le fonctionnement du rattachement principal de la Convention (art. 4(1)) en rapport avec un Etat à plusieurs unités 692
III. Article 12(2)(a) : la « loi en vigueur dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités » 694
IV. Article 12(2)(b) : préservation des règles internes de conflit de lois se rapportant à l'opposabilité au moyen d'un dépôt, d'une inscription ou d'un enregistrement 696
V. Article 12(3) : possibilité pour les Etats à plusieurs unités de faire une déclaration préservant les règles internes de conflit de lois dans le contexte de l'article 5 698
VI. Article 12(4) : possibilité pour un Etat à plusieurs unités d'imposer une condition géographiquement plus stricte 700
Article 13 *Interprétation uniforme* 702
Article 14 *Examen du fonctionnement pratique de la Convention* 702
CHAPITRE IV DISPOSITIONS TRANSITOIRES 702
Article 15 *Priorité entre droits nés avant et après l'entrée en vigueur de la Convention* 702
Article 16 *Conventions de compte conclues et comptes de titres ouverts avant l'entrée en vigueur de la Convention* 704
I. Introduction 704
II. Article 16(1) 706
III. Article 16(2) 706
A. Indications quant à l'application des articles 16(3) et (4) 706
B. Mécanisme de déclaration 708
IV. Article 16(3) 708
A. Règle interprétative 708
B. Mécanisme de déclaration 710
V. Article 16(4) 710
VI. Situations où la loi applicable n'est pas déterminée en utilisant l'article 16(3) ou l'article 16(4) 712
CHAPITRE V CLAUSES FINALES 714
Article 17 *Signature, Ratification, Acceptation, Approbation ou Adhésion* 714
Article 18 *Organisations régionales d'intégration économique* 716
Article 19 *Entrée en vigueur* 718
I. Introduction 718
II. Entrée en vigueur de la Convention au plan international (art. 19(1)) 718
III. Entrée en vigueur de la Convention pour un Etat, une organisation régionale d'intégration économique ou une unité territoriale 718
A. Pour les Etats faisant entrer la Convention en vigueur (art. 19(1)) 718
B. Pour les Etats suivants et pour les ORIE (art. 19(2)) 720
Article 20 *Etats à plusieurs unités* 720
Article 21 *Réserves* 720
Article 22 *Déclarations* 722
Article 23 *Dénonciation* 722
Article 24 *Notifications par le Dépositaire* 722
III[EME] PARTIE : ANNEXES 726
ANNEXE 1 726
CHRONOLOGIE DES NÉGOCIATIONS MENANT À LA CONVENTION DE LA HAYE SUR LES TITRES 726
ANNEXE 2 730
LISTE DE TOUS LES DOCUMENTS PRÉLIMINAIRES PRODUITS AU COURS DES NÉGOCIATIONS MENANT À LA CONVENTION DE LA HAYE SUR LES TITRES 730
INDEX DES MATIÈRES 732

Rapport explicatif

IV. The third fall-back rule: Article 5(3) 665

V. Amendment of the account agreement 665

***Article 6** Factors to be disregarded* 665

***Article 7** Protection of rights on change of the applicable law* 667

I. Introduction 667

II. Article 7(1): Scope of the provision 669

III. Article 7(2): Definitions of 'old' and 'new' law 671

IV. Article 7(3) – General rule: Applicability of the 'new' law 673

V. Article 7(4) – Exceptions: Applicability of the 'old' law 673

VI. Article 7(5) – Priority issues 677

***Article 8** Insolvency* 679

I. Introduction 679

II. Scope of Article 8 as to insolvency proceedings 681

III. Article 8(1): Recognition of interests acquired prior to an insolvency proceeding 683

IV. Article 8(2): Effects of previously acquired interests in an insolvency proceeding 683

CHAPTER III GENERAL PROVISIONS 685

***Article 9** Genral applicability of the Convention* 685

***Article 10** Exclusion of choice of law rules (renvoi)* 685

***Article 11** Public policy and internationally mandatory rules* 687

I. Introduction 687

II. Article 11(1): Public policy exception 687

III. Article 11(2): Internationally mandatory rules of the forum 689

IV. Article 11(3): An important limitation 691

***Article 12** Determination of the applicable law for Multi-unit States* 691

I. Introduction 693

II. Article 12(1): The operation of the Convention's primary rule (Art. 4(1)) in relation to a Multi-unit State 693

III. Article 12(2)(a): The "law in force in a territorial unit of a Multi-unit State" 695

IV. Article 12(2)(b): Preservation of internal conflict of laws rules in respect of perfection by filing, recording or registration 697

V. Article 12(3): Possibility for Multi-unit States to make a declaration preserving internal conflict of laws rules in the context of Article 5 699

VI. Article 12(4): Option for a Multi-unit State to impose a geographically more stringent condition 701

***Article 13** Uniform interpretation* 703

***Article 14** Review of practical operation of the Convention* 703

CHAPTER IV TRANSITION PROVISIONS 703

***Article 15** Priority between pre-Convention and post-Convention interests* 703

***Article 16** Pre-Convention account agreements and securities accounts* 705

I. Introduction 705

II. Article 16(1) 707

III. Article 16(2) 707

A. Providing directions as to the application of Articles 16(3) and (4) 707

B. Declaration mechanism 709

IV. Article 16(3) 709

A. Interpretive rule 709

B. Declaration mechanism 711

V. Article 16(4) 711

VI. When applicable law is not determined using Article 16(3) or Article 16(4) 713

CHAPTER V FINAL CLAUSES 715

***Article 17** Signature, ratification, acceptance, approval or accession* 715

***Article 18** Regional Economic Integration Organisations* 717

***Article 19** Entry into force* 719

I. Introduction 719

II. Entry into force of the Convention on the international plane (Art. 19(1)) 719

III. Entry into force of the Convention for a State, Regional Economic Integration Organisation or a territorial unit 719

A. For the States that bring the Convention into force (Art. 19(1)) 719

B. For subsequent States and for REIOs (Art. 19(2)) 721

***Article 20** Multi-unit States* 721

***Article 21** Reservations* 721

***Article 22** Declarations* 723

***Article 23** Denunciation* 723

***Article 24** Notifications by the Depositary* 723

PART III: APPENDIXES 727

APPENDIX 1 727

CHRONOLOGY OF THE NEGOTIATIONS LEADING TO THE HAGUE SECURITIES CONVENTION 727

APPENDIX 2 731

LIST OF ALL THE PRELIMINARY DOCUMENTS PRODUCED DURING THE NEGOTIATIONS LEADING TO THE HAGUE SECURITIES CONVENTION 731

INDEX BY SUBJECT 733

I. Historique du projet de La Haye sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire[1]

Int-1 L'historique des travaux relatifs à la *Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire* (ci-après désignée la Convention de La Haye sur les Titres, la Convention Titres ou la Convention)[2] remonte à une proposition présentée lors de la Commission spéciale sur les Affaires générales et la politique de la Conférence de La Haye de droit international privé, qui s'est réunie du 8 au 12 mai 2000 à La Haye. Lors de cette réunion, l'Australie, le Royaume-Uni et les Etats-Unis d'Amérique ont proposé conjointement que la Conférence de La Haye (ci-après désignée la HCCH) mette au point, au moyen d'une procédure accélérée, une Convention sur la loi applicable aux droits portant sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire et leur transfert. Le besoin de règles de conflit de lois uniformes au niveau mondial avait fait l'objet de discussions intenses depuis près d'une décennie dans les secteurs internationaux du droit et de la finance[3].

Int-2 Comme cette discussion l'a démontré, le besoin de règles de conflit de lois traduisant la réalité du mode de détention, de transfert et de nantissement des titres aujourd'hui (c'est-à-dire par voie d'inscription électronique en comptes de titres) est devenu essentiel du fait de la croissance, de la rapidité et du volume des opérations sur titres transfrontalières, qui ont été rendus possibles par les avancées de la technologie. Le volume d'échanges et d'opérations de garantie sur titres de sociétés et d'Etats des pays de l'OCDE, par exemple, atteint ou dépasse près de 2 billions de dollars américains (2.000.000.000.000 USD) par jour. Ceci signifie que le volume de ces opérations dépasse le PIB mondial total (environ 36 billions de dollars américains en 2003[4]) tous les 18 jours de bourse. Si les investisseurs et bailleurs de fonds ne peuvent déterminer par avance avec certitude quelle loi régit la nature de leurs droits sur des titres transférés ou nantis par l'entremise d'intermédiaires, cela risque de les dissuader de conclure de nombreuses opérations financières avantageuses et limitatives de risques. Ceci peut faire baisser la valeur des titres émis par les émetteurs privés et publics, faisant augmenter leur coût de financement. Cela peut également entraîner une augmentation artificielle du coût du crédit dans un pays particulier en réduisant la valeur des titres en tant que moyen de garantie. En bref, l'incertitude juridique quant à la loi régissant l'opposabilité, la priorité ou le caractère définitif des transferts et nantissements engendre des coûts significatifs pour les opérations courantes et constitue un frein important à une baisse souhaitable de l'exposition aux risques de crédit et de liquidité.

Int-3 Une telle incertitude juridique peut également conduire très rapidement à l'assèchement des liquidités en période de difficultés financières. Il est de plus en plus fréquent que des établissements financiers détiennent des milliards de dollars de créances brutes sur d'autres établissements. Les incertitudes juridiques tendent à être amplifiées pendant les périodes de difficulté, les personnes exposées à des risques de crédit sans garantie tendent à avoir un comportement des plus éperdus dans une telle conjoncture. S'il existe une incertitude quant à la question de savoir si les créances brutes peuvent être réduites par la liquidation d'une garantie à une petite partie du montant brut, les établissements recherchant un crédit risquent de ne pas trouver un montant suffisant de crédit disponible à une telle époque, quel qu'en soit le prix, augmentant ainsi inutilement le risque systémique (c'est-à-dire le risque que la défaillance d'un intervenant important produise une série de défaillances en chaîne (effet domino) sur l'ensemble du marché) et multipliant le volume des faillites. Une réticence à accorder des crédits ou conclure de nouvelles opérations avec les établissements en difficulté pourrait rapidement s'étendre à d'autres établissements, amplifiant le risque systémique.

Int-4 Il n'est plus possible non plus de mettre les émetteurs, investisseurs et marchés d'un pays à l'écart de ces forces de marché mondiales ou des coûts d'opération et risques correspondants. Les émetteurs, investisseurs et marchés locaux font maintenant partie d'un plus large réseau interdépendant formant un marché de plus en plus mondialisé. La croissance explosive de la valeur et de la rapidité des opérations financières mondiales ne permet plus d'adopter, sans risques, une vision purement locale.

Int-5 Les faiblesses des règles traditionnelles de conflit de lois sont bien connues des praticiens du droit, appelés à fournir des avis juridiques sur la force exécutoire, la priorité ou le caractère définitif de divers modes de transfert ou de nantissement de titres. Elles ont également attiré l'attention d'un nombre croissant de responsables financiers et autres observateurs[5]. L'écart actuel entre la plupart des règles de conflit de lois et les circonstances dans lesquelles elles s'appliquent traduit des hypothèses dépassées quant au mode de détention, de transfert et de nantissement des titres[6].

Int-6 A la lumière de ces préoccupations, la Commission spéciale de mai 2000 a recommandé à l'unanimité l'inscription de cette question, à titre prioritaire, à l'ordre du

[1] La chronologie des plus importantes étapes intermédiaires du projet est récapitulée en Annexe 2 au présent Rapport. En outre, une liste de tous les Documents préliminaires produits dans le cadre de ce projet figure en Annexe 3. La portée des Documents préliminaires est examinée au para. Int-78.

[2] Le texte intégral de la Convention est reproduit en Annexe 1 au présent Rapport. Chaque commentaire d'un article particulier (voir Partie II du présent Rapport) reproduit également le texte de l'article en question.

[3] Voir notamment : Euroclear, *Cross-Border Clearance, Settlement and Custody : Beyond the G30 Recommendations*, Bruxelles, 1993, p. 62 ; Randall Guynn, *« Modernizing Legal Rules to Reduce Settlement Risk »*, *Capital Markets Forum Yearbook 1*, IBA 1993, p. 172-179 ; Marc Van der Haegen, *Transfer and Collateralization of Book-Entry Securities in Belgium*, IBA 1994 ; *Shaping the Global Back-Office : A Front-Office Concern*, Price Waterhouse 1994, p. 164 ; Robert Rice, *« No certainties about securities »*, *Financial Times* (21 novembre 1995), p. 15 ; Robert Rice, *« Es urgente armonisar las legislaciones mundiales de valores »*, *Expansión* (2 décembre 1995), p. VI ; Randall D. Guynn, *« Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws, A Discussion Paper on the Need for International Harmonization, with Responding Comments by Professor James Steven Rogers (USA), Professor Kazuaki Sono (Japan) and Dr. Jürgen Than (Germany) »*, *Capital Markets Forum, Section on Business Law*, IBA 1996 (note disponible en format pdf sur Internet à l'adresse http ://www.dpw.com/iba.modernization.pdf) ; Roy Goode, *« The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities »*, *Capital Markets Forum Yearbook 2*, IBA 1996, p. 399-421 ; Lettre de soutien aux propositions de réforme juridique de l'IBA, par l'*International Society of Securities Administrators* (22 juillet 1996) [désormais dénommée *International Securities Services Association*] ; Stéphane Mouy & Hubert de Vauplane, « La réforme du nantissement des titres dématérialisés », *Banque & Droit*, juillet-août 1996, p. 3-7 ; Conférence pour l'Harmonisation des Lois du Canada (CHLC), Système de détention à plusieurs niveaux, Projet de législation uniforme, Rapport du Comité de Production, 30 avril 1997, préparé par Eric Spink (Rapporteur) ; Lettre de la *International Primary Market Association* à M. Marc Vereecken, Administrateur, Commission européenne (22 mai 1997) ; Lettre de la *International Swaps and Derivatives Association* à M. Marc Vereecken, Administrateur, Commission européenne (22 mai 1997) ; *« The Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws »*, A Special Supplement to *Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law*, septembre 1998 ; Randall D. Guynn / Nancy J. Marchand, *« Transfer of Pledge of Securities held through Depositories »*, in *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, Hans van Houtte (éd.), Londres 1999 ; Dicey & Morris, *The Conflict of Laws*, ¶ 24-064 (13è éd., 2000).

[4] Voir *World Data Profile*, disponible à l'adresse suivante : www.worldbank.org/data/quickreference/quickref.html (World Bank Group).

[5] Voir le Rapport du groupe d'étude du G30, *« Global Clearing and Settlement : A Plan of Action – Twenty recommendations that constitute a plan of action for global clearing and settlement »*, diffusé en janvier 2003 (http://www.group30.org/home.php), voir notamment la Recommandation 15.

[6] Pour une illustration des faiblesses des règles traditionnelles de conflit de lois relatives aux titres détenus auprès d'un intermédiaire, voir l'étude de droit comparé dirigée par Richard Potok [éd.], *Cross Border Collateral : Legal Risks and the Conflict of Laws*, Londres 2002.

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

I. History of the Hague project on securities held with an intermediary[1]

Int-1 The history of the work relating to the Hague Convention on the *Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary* (hereinafter referred to as the Hague Securities Convention, the Securities Convention or the Convention)[2] goes back to a proposal made during the Special Commission on General Affairs and Policy of the Hague Conference on Private International Law, which met from 8-12 May 2000 in The Hague. During that meeting, Australia, the United Kingdom and the United States of America jointly suggested that the Hague Conference (hereinafter referred to as the HCCH) develop, in a fast track procedure, a Convention on the law applicable to interests in and dispositions of securities held with an intermediary. The need for uniform conflict of laws rules on a world-wide level had been the subject of intense discussion for nearly a decade by the international legal and financial communities.[3]

Int-2 As demonstrated by this discussion, the need for conflict of laws rules that reflect the reality of how securities are held, transferred and pledged today (*i.e.*, by electronic book-entry through securities accounts) has become critical as a result of the growth, speed and volume of cross-border securities transactions, which have been made possible by technological advancements. The volume of trades and collateral transactions in OECD government and corporate securities, for example, has grown to nearly US$2 trillion ($ 2,000,000,000,000) or more per day. This means that the volume of these transactions exceeds the world's total GDP (approximately US$36 trillion in 2003[4]) every 18 trading days. If investors and credit providers cannot determine in advance with certainty what law governs the nature of their interests in securities transferred or pledged through intermediaries, they may be deterred from entering into many financially beneficial and risk-reducing transactions. This can depress the value of securities issued by private and governmental issuers, increasing their cost of capital. It can also artificially inflate the cost of credit in a particular country by making securities less valuable as collateral. In short, legal uncertainty as to the law governing the perfection, priority or finality of transfers and pledges imposes significant friction costs on ordinary transactions and operates as an important constraint on desirable reductions in credit and liquidity exposures.

Int-3 Such legal uncertainty can also cause liquidity to dry up very rapidly during times of financial stress. Financial institutions are increasingly likely to hold billions of dollars of gross claims against other institutions. Legal uncertainties tend to be exaggerated during times of distress. Persons exposed to unsecured credit risk tend to behave most desperately at such times. If there is uncertainty about whether the gross claims can be reduced through the liquidation of collateral to a small fraction of the gross amount, the institutions needing credit may not find a sufficient amount of credit available at any price at such times, unnecessarily increasing the systemic risk (*i.e.*, the risk that the failure of a major player will have a domino effect on the market as a whole) and proliferating the volume of bankruptcies. An unwillingness to make credit available or enter into new transactions with the troubled institutions could rapidly spread to other institutions, amplifying systemic risk.

Int-4 It is also no longer possible to insulate domestic issuers, investors and markets from these global market forces or related friction costs and risks. Local issuers, investors and markets are now part of a larger interdependent network that forms an increasingly globalised marketplace. The exploding growth in the value and velocity of global financial transactions will no longer safely permit a purely local focus.

Int-5 The deficiencies of traditional conflict of laws rules are well known among practicing lawyers who are called upon to give legal opinions as to the enforceability, priority or finality of various securities transfer or pledging arrangements. They have also attracted the attention of a growing number of financial policymakers and other observers.[5] The current gap between most conflict of laws rules and the circumstances to which they apply reflect outdated assumptions about how securities are held, transferred and pledged.[6]

Int-6 In light of these concerns, the Special Commission of May 2000 unanimously recommended that this topic be included, with priority, in the Conference's agenda for future work and that, without waiting for the next Diplomatic

[1] The sequence of the most important intermediate steps of the project is recapitulated in Appendix 2 to this Report; in addition, a list of all the Preliminary Documents produced in relation to this project is contained in Appendix 3. The significance of the Preliminary Documents is discussed in para. Int-78.

[2] The full text of the Convention is reproduced in Appendix 1 to this Report; each commentary on a specific Article (see Part II of this Report) also reproduces the text of the Article in question.

[3] See in particular: Euroclear, *Cross-Border Clearance, Settlement and Custody: Beyond the G30 Recommendations*, Brussels 1993, p. 62; Randall Guynn, *Modernizing Legal Rules to Reduce Settlement Risk*, 1 Capital Markets Forum Yearbook, IBA 1993, pp. 172-179; Marc van der Haegen, *Transfer and Collateralization of Book-Entry Securities in Belgium*, IBA 1994; *Shaping the Global Back-Office: A Front-Office Concern*, Price Waterhouse 1994, p. 164; Robert Rice, *No certainties about securities*, Financial Times (21 November 1995), p. 15; Robert Rice, *Es urgente armonizar las legislaciones mundiales de valores*, Expansión (2 December 1995), p. VI; Randall D. Guynn, *Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws*, A Discussion Paper on the Need for International Harmonization, with Responding Comments by Professor James Steven Rogers (USA), Professor Kazuaki Sono (Japan) and Dr Jürgen Than (Germany), Capital Markets Forum, Section on Business Law, IBA 1996 (paper available in pdf format on the Internet at http://www.dpw.com/iba.modernization.pdf); Roy Goode, *The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities*, 2 Capital Markets Forum Yearbook, IBA 1996, pp. 399-421; Letter Endorsing IBA Law Reform Proposals from the International Society of Securities Administrators (22 July 1996) [now called International Securities Services Association]; Stéphane Mouy & Hubert de Vauplane, *La réforme du nantissement des titres dématérialisés*, Banque & Droit July-August 1996, pp. 3-7; Uniform Law Conference of Canada (ULCC), Tiered Holding System—Uniform Legislation Project, Report of the Production Committee, April 30, 1997, drawn up by Eric Spink (Reporter); Letter from the International Primary Market Association to Mr Marc Vereecken, Administrator, European Commission (22 May 1997); Letter from the International Swaps and Derivatives Association to Mr Marc Vereecken, Administrator, European Commission (22 May 1997); *The Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws*, A Special Supplement to Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law, September 1998; Randall D. Guynn / Nancy J. Marchand, *Transfer of Pledge of Securities held through Depositories*, in: Hans van Houtte (ed.), The Law of Cross-Border Securities Transactions, London 1999; Dicey & Morris, *The Conflict of Laws*, ¶ 24-064 (13th ed. 2000).

[4] See World Data Profile, available at www.worldbank.org/data/quickreference/quickref.html (World Bank Group).

[5] See Group of Thirty Study Group Report, Global Clearing and Settlement: *A Plan of Action – Twenty recommendations that constitute a plan of action for global clearing and settlement*, issued in January 2003 (http://www.group30.org/home.php); see in particular Recommendation 15.

[6] For an illustration of the deficiencies in the traditional conflict of laws rule relating to securities held with intermediaries, see the comparative law work edited by Richard Potok, *Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*, London 2002.

jour des travaux futurs de la Conférence et la constitution, sans attendre la prochaine Session diplomatique, d'une réunion d'experts afin d'examiner, en collaboration avec d'autres organisations internationales et le secteur privé, la possibilité de rédiger un nouvel instrument sur cette question[7]. La nécessité de l'adoption d'une procédure accélérée pour le projet a été justifiée en considération du grand volume d'opérations financières, à la fois en nombre et en valeur, impliquant des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Il a été souligné qu'il existait un besoin pratique immédiat d'apporter aux marchés financiers certitude juridique et prévisibilité, notamment quant à la loi régissant les conditions d'opposabilité des transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire.

Int-7 En vue de la réunion d'experts proposée, le Bureau Permanent avait préparé un Rapport de synthèse, qui identifiait et illustrait les questions les plus importantes concernant ce sujet et examinait des solutions possibles[8]. La Réunion d'experts, qui s'est tenue en janvier 2001 sous la présidence de Mme Kathryn Sabo (Canada), a non seulement conclu que la HCCH devrait effectivement rédiger, d'une manière accélérée, un nouvel instrument dans ce domaine mais également que le Comité de rédaction, mis en place lors de la réunion et présidé par le Professeur Sir Roy Goode (Royaume-Uni)[9] prépare un premier projet de dispositions essentielles de la future Convention.

Int-8 A la suite de la Réunion d'experts de janvier 2001, le Bureau Permanent, assisté du conseiller juridique pour le projet, Richard Potok (Australie), a commencé à organiser et superviser un processus innovateur de travail informel. A la lumière de la nature technique et urgente du projet et de l'absence de travaux antérieurs entrepris par la HCCH dans ce domaine, le Bureau Permanent, et notamment le Dr. Christophe Bernasconi (Premier secrétaire), à qui les travaux relatifs à la Convention sur les Titres ont été confiés, a étroitement coopéré avec M. Potok pendant toute la durée du projet. M. Potok, qui avait été membre de la délégation australienne lors de la réunion de mai 2000 et avait à ce titre effectué une présentation ayant grandement aidé les représentants des autres Etats membres à comprendre la nature du projet et évaluer son intérêt pratique, a notamment contribué à constituer un réseau dense de représentants de l'industrie financière avec lesquels discuter des aspects pratiques du cadre juridique devant être établi par la Convention, et organiser et coordonner le processus de travail informel. Un tel processus de travail informel a en effet été jugé nécessaire non seulement en raison du caractère hautement spécialisé de la matière, mais surtout en vue de pouvoir répondre au besoin d'achever la Convention dans le cadre d'une procédure accélérée. Ce processus de travail informel, qui est vite devenu un élément essentiel du projet sans lequel l'achèvement rapide des négociations n'aurait pas été possible, s'est caractérisé par quatre éléments importants : un Comité de rédaction actif se réunissant fréquemment entre les réunions formelles afin d'aider le Bureau Permanent à présenter une série d'avant-projets intermédiaires de Convention, de larges consultations avec les Etats membres, une participation continue du secteur privé de l'industrie financière, et la transparence.

Int-9 La Réunion d'experts de janvier 2001 avait expressément mandaté le Comité de rédaction de poursuivre ses travaux après la réunion, en vue d'affiner davantage son premier projet et de présenter de nouvelles propositions de rédaction. Ce mandat permettait au Comité de rédaction non seulement d'exécuter les décisions prises en séance plénière, mais également de proposer de nouvelles démarches et solutions pour consolider le consensus. La première de ces réunions informelles du Comité de rédaction a eu lieu en mai 2001 à Paris (à l'invitation de De Pardieu Brocas & Maffei). Après l'aval officiel du projet relatif aux titres en juin 2001 (voir ci-dessous para. Int-13), qui comprenait explicitement l'approbation des méthodes de travail informelles, les fréquentes réunions informelles du Comité de rédaction sont devenues un élément essentiel du processus de négociation. De telles réunions se sont ensuite tenues à Oxford (octobre 2001, à l'invitation de la Présidence du Comité de rédaction), Bruxelles (décembre 2001, à l'invitation du Groupe Euroclear), Francfort (mars 2002, à l'invitation de la Banque Centrale d'Allemagne), et Londres (mai 2002, à l'invitation de Davis Polk & Wardwell). Ces réunions ont permis au Comité de rédaction d'examiner toutes les observations présentées sur les projets antérieurs et de préparer de nouveaux projets intermédiaires de dispositions essentielles de la future Convention, à leur tour largement diffusés par le Bureau Permanent pour recueillir les observations des Etats membres, des représentants de l'industrie financière et de tout intéressé. Il ne fait aucun doute que ces réunions informelles du Comité de rédaction ont contribué à largement accélérer le processus, tout en élargissant un consensus sur toutes les dispositions essentielles devant être incluses dans le texte définitif de la Convention.

Int-10 Pendant toute la durée du processus de travail informel, le Bureau Permanent est resté en relation avec les organes officiels des Etats membres de la HCCH afin de les informer des dernières évolutions du processus de travail informel, de discuter des questions relatives au fond de la future Convention et de les inviter à présenter des observations qui permettraient au Comité de rédaction de tenir compte de leurs suggestions. Les contacts intenses avec les Etats membres sont devenus particulièrement apparents lorsque le Bureau Permanent a organisé deux séries d'un total de 17 Ateliers de Discussion Régionaux (ADR) dans le monde entier pour discuter et évaluer, avec les représentants des Etats, experts juridiques et intervenants sur les marchés financiers, le projet le plus récent de Convention disponible (ces ADR ont été tenus à Copenhague, Francfort (2 fois), Hong Kong, Londres, Milan, New York (2 fois), Paris (2 fois), Rio de Janeiro, Rome, Stockholm, Sydney, Tokyo et Toronto (2 fois)).

Int-11 En vue d'assurer qu'une fois conclue, la Convention répondrait aux besoins pratiques du marché, serait efficace et opérationnelle, le Bureau Permanent a d'emblée établi des contacts avec un certain nombre de représentants du secteur privé de l'industrie financière dans le monde entier (notamment avec des juristes d'entreprise ou de pratique privée), et est resté en relation avec eux pendant toute la durée des négociations. De nombreux représentants de

[7] Voir les Conclusions de la Commission spéciale de mai 2000 sur les affaires générales et la politique de la Conférence, préparées par le Bureau Permanent, Doc. prél. No 10 de juin 2000, à l'intention de la Dix-neuvième Session, p. 25-26.

[8] Christophe Bernasconi, « La loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte », Doc. prél. No 1 de novembre 2000 à l'intention du Groupe de travail de janvier 2001.

[9] Le Comité de rédaction était composé des experts suivants (sauf indication contraire, les experts ont été membres du Comité de rédaction pendant toute la durée du projet) : Roy Goode, Présidence (Royaume-Uni) ; Lars Afrell (Suède) ; Olaf Christman (Allemagne) (de janvier 2001 à septembre 2002) ; Diego Devos (Belgique) ; Philippe Dupont (Luxembourg) ; Alexandre de Fontmichel (France) (de janvier 2002 à la Session diplomatique de décembre 2002) ; Francisco Garcimartín Alferez (Espagne) ; Hervé Le Guen (France) (de janvier 2001 à janvier 2002) ; Hideki Kanda (Japon) ; Karl Kreuzer (Allemagne) ; Guy Morton (Royaume-Uni) ; Maxime Paré (Canada) (d'octobre 2001 à mars 2002) ; Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen (Danemark) ; Fabian Reuschle (Allemagne) (pour la durée de la Session diplomatique de décembre 2002) ; et Jim Rogers (Etats-Unis), secondé par Joyce Hansen (Etats-Unis) de mai 2002 à la Session diplomatique de décembre 2002. En outre, la Présidence a également invité les représentants suivants de la *International Bar Association* à participer à titre d'experts internationaux du secteur privé aux travaux du Comité de rédaction : Randall Guynn (Davis Polk & Wardwell), et Antoine Maffei (De Pardieu Brocas & Maffei). Le Bureau Permanent était représenté par Christophe Bernasconi et son conseiller juridique pour le projet, Richard Potok. Enfin, le Comité de rédaction a bénéficié de l'assistance technique de Michael Huber (Davis Polk & Wardwell).

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

Conference, an Experts meeting be convened to examine, in collaboration with other international organisations and the private sector, the feasibility of drawing up a new instrument on this topic.[7] The necessity for adopting a fast track procedure for the project was justified by referring to the high volume of financial transactions, both in terms of number and value, that involve securities held with an intermediary; it was stressed that there was an immediate practical need to provide financial markets with legal certainty and predictability, in particular as to the law governing perfection requirements of dispositions of securities held with an intermediary.

Int-7 In preparation for the suggested Experts meeting, the Permanent Bureau had prepared a comprehensive Report, which identified and illustrated the most important questions relating to the topic and examined possible solutions.[8] The Experts meeting, which was held in January 2001 and chaired by Ms Kathryn Sabo (Canada), not only concluded that the HCCH should indeed draw up, on an accelerated basis, a new instrument in this field – the Drafting Committee, established by the meeting and chaired by Professor Sir Roy Goode (United Kingdom),[9] already produced a first draft of key provisions of the future Convention.

Int-8 Following the January 2001 Experts meeting, the Permanent Bureau, assisted by the Legal Advisor for the project, Richard Potok (Australia), started to organise and supervise an innovative informal working process. In light of the technical and speedy nature of the project and the lack of previous work undertaken by the HCCH in this field, the Permanent Bureau, in particular Dr Christophe Bernasconi (First Secretary) who was put in charge of the work relating to the Securities Convention, closely cooperated with Mr Potok throughout the duration of the project. Mr Potok, who had been a member of the Australian delegation at the May 2000 meeting and, in that capacity, had made a presentation that greatly assisted the other Member States representatives to understand the nature of the project and to assess its practical importance, helped in particular to establish a dense network of industry representatives with whom to discuss practical aspects of the legal framework to be embodied in the Convention, and to organise and coordinate the informal working process. Such an informal working process was indeed felt to be necessary not only because of the very specialised nature of the subject matter, but in particular also with a view to responding to the need for an expedited completion of the Convention. This informal working process, which rapidly became a key feature of the project and without which the speedy completion of the negotiations would not have been possible, was characterised by four important factors: an active Drafting Committee that met frequently in between formal meetings to help the Permanent Bureau in submitting a series of intermediate preliminary drafts of the Convention, widespread consultations with Member States, continuous private sector industry participation, and transparency.

Int-9 The January 2001 Experts meeting had expressly mandated the Drafting Committee to continue its work after the meeting, with a view to further refining its first draft and to suggest additional drafting proposals. This mandate authorised the Drafting Committee not only to execute decisions taken in the plenary, but also to suggest new approaches and solutions that would assist in further building up consensus. The first of these informal meetings of the Drafting Committee was held in May 2001 in Paris (at the invitation of De Pardieu Brocas & Maffei). After the official endorsement of the securities project in June 2001 (see below para. Int-13), which explicitly included the approval of the informal working methods, the Drafting Committee's frequent informal meetings became a key feature of the negotiation process. Such meetings were subsequently held in Oxford (October 2001; at the invitation of the Chair of the Drafting Committee), Brussels (December 2001; at the invitation of the Euroclear Group), Frankfurt (March 2002; at the invitation of the German Central Bank), and London (May 2002; at the invitation of Davis Polk & Wardwell). These meetings allowed the Drafting Committee to reflect on all the comments made on previous drafts and to prepare new intermediate drafts of key provisions for the future Convention, which in turn would then be widely circulated by the Permanent Bureau for comments by Member States, industry representatives and any interested party. There is no doubt that these informal meetings of the Drafting Committee helped to significantly speed-up the process, while at the same time building consensus on all key provisions to be included in the final text of the Convention.

Int-10 Throughout the informal working process, the Permanent Bureau kept liaison with the official organs of the Member States of the HCCH to inform them about recent developments in the informal working process, discuss issues relating to the substance of the future Convention and invite them to submit comments that would allow the Drafting Committee to take their suggestions into consideration. The intensive contacts with the Member States became particularly apparent when the Permanent Bureau organised two series of a total of 17 Regional Discussion Workshops (RDW) around the globe to discuss and assess with State officials, legal experts and market participants the most recent draft of the Convention available (these RDW were held in Copenhagen, Frankfurt (2x), Hong Kong, London, Milan, New York (2x), Paris (2x), Rio de Janeiro, Rome, Stockholm, Sydney, Tokyo, and Toronto (2x)).

Int-11 With a view to ensuring that the final Convention would meet practical market requirements, be effective and operational, the Permanent Bureau established early contacts with a number of private sector industry representatives around the globe (in particular lawyers in private practice and internal counsel) and kept liaison with them throughout the negotiations. Many industry representatives

[7] See the *Conclusions of the Special Commission of May 2000 on General Affairs and Policy of the Conference*, prepared by the Permanent Bureau, Prel. Doc. No 10 of June 2000, for the attention of the Nineteenth Session, pp. 25-26.

[8] C. Bernasconi, *The Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems*, Prel. Doc. No 1 of November 2000 for the attention of the Working Group of January 2001.

[9] The Drafting Committee was composed of the following experts (if not indicated otherwise, the experts were members of the Drafting Committee for the entire duration of the project): Roy Goode, Chair (United Kingdom), Lars Afrell (Sweden), Olaf Christman (Germany) (from January 2001 until September 2002), Diego Devos (Belgium), Philippe Dupont (Luxembourg), Alexandre de Fontmichel (France) (from January 2002 until the Diplomatic Session in December 2002), Francisco Garcimartín Alferez (Spain), Hervé Le Guen (France) (from January 2001 until January 2002), Hideki Kanda (Japan), Karl Kreuzer (Germany), Guy Morton (United Kingdom), Maxime Paré (Canada) (from October 2001 until March 2002), Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen (Denmark), Fabian Reuschle (Germany) (for the duration of the Diplomatic Session in December 2002) and Jim Rogers (United States), who was seconded by Joyce Hansen (United States) from May 2002 until the Diplomatic Session in December 2002. In addition, the Chair had also invited the following representatives of the International Bar Association to participate as international private sector experts in the work of the Drafting Committee: Randall Guynn (Davis Polk & Wardwell), and Antoine Maffei (De Pardieu Brocas & Maffei). The Permanent Bureau was represented by Christophe Bernasconi and by its Legal Advisor for the project, Richard Potok. Finally, the Drafting Committee benefited from the technical assistance of Michael Huber (Davis Polk & Wardwell).

l'industrie financière ont participé au processus de travail informel, y compris aux ADR mentionnés ci-dessus. En outre, plusieurs Etats membres et observateurs comptaient des représentants de l'industrie financière parmi leur délégation lors des réunions formelles à La Haye. Enfin, certains de ces observateurs de l'industrie financière ont participé en qualité d'experts aux travaux du Comité de rédaction (voir note 9). Cette contribution des représentants de l'industrie financière a été inestimable et a concouru à assurer que le texte définitif de la Convention, et notamment la disposition principale de conflit de lois (art. 4), produirait bien la prévisibilité et la sécurité juridique recherchées.

Int-12 Cependant, plus important encore est la transparence totale dans laquelle a été conduit le processus de travail informel dans son intégralité grâce à la production constante par le Bureau Permanent de notes explicatives, tableaux et résumés exposant l'ensemble des avis et opinions exprimés au cours du processus de consultation, permettant ainsi à tous les Etats membres (ainsi qu'aux observateurs) non seulement d'être informés du dernier état des discussions, mais également de réagir et de présenter de nouvelles observations et propositions. Tous les documents produits par le Bureau Permanent ont été téléchargés sur le site Internet de la HCCH, assurant ainsi une visibilité mondiale du tout dernier état d'avancement du projet. Il ne fait aucun doute que le respect le plus strict des règles de transparence par le Bureau Permanent a été un élément essentiel de la réussite des méthodes de travail mises en place pour ce projet.

Int-13 En juin 2001, au cours de la première partie de la Dix-neuvième Session diplomatique de la HCCH, les Etats membres ont, entre autres, officiellement avalisé le projet relatif aux titres, y compris la procédure accélérée et le processus de travail informel. Après d'intenses préparatifs informels, une Commission spéciale, présidée par Mme Stefania Bariatti (Italie) a été tenue en janvier 2002 à La Haye.

Int-14 Une autre étape intermédiaire importante du processus de négociation a été atteinte en mai 2002, lorsque le Bureau Permanent, conformément au processus de travail informel décrit ci-dessus, a pris l'initiative de proposer une version remaniée des dispositions essentielles de la future Convention, c'est-à-dire le rattachement principal et les rattachements subsidiaires destinés à déterminer la loi applicable en vertu de la Convention. La version remaniée proposée suggérait notamment que les règles de conflit de lois de la Convention ne devraient plus être fondées sur une tentative de localisation d'un compte de titres ou de l'établissement tenant un compte de titres afin de déterminer la loi applicable en vertu de la Convention. Le Bureau Permanent proposait à la place de permettre à l'intermédiaire pertinent et au titulaire de compte de convenir de la loi applicable et de soumettre cet accord à des conditions particulières[10]. Cette démarche a constitué la base du rattachement principal (art. 4) et des rattachements subsidiaires (art. 5) qui ont finalement été adoptés par consensus.

Int-15 La dernière étape du projet a été réalisée en décembre 2002, lorsque la deuxième partie de la Dix-neuvième Session diplomatique de la Conférence de La Haye s'est déroulée à La Haye en vue d'adopter le projet de Convention sur les Titres[11]. L'achèvement de ce projet n'a donc pris qu'un peu plus de deux ans et demi – un délai remarquablement bref pour mettre au point un instrument qui non seulement traite de questions techniques difficiles, mais doit aussi correspondre aux besoins et aux intérêts de la pratique des affaires, tout en tenant compte des particularités de nombreux systèmes de droit différents. Il convient également de souligner que ce projet a été mené à bien sans nécessiter un seul vote pendant tout le processus. La Commission achevant les travaux sur le projet relatif aux titres au cours de la Session diplomatique a été de nouveau présidée par Mme Stefania Bariatti (Italie). Après un toilettage ultérieur du texte, coordonné par le Bureau Permanent, le texte définitif du projet de Convention a été diffusé en février 2003.

II. Objet fondamental de la Convention de La Haye sur les Titres : mettre à jour et unifier les principes de conflit de lois afin de refléter la réalité de la détention des titres sur le marché

A. *Evolution des pratiques commerciales*

Int-16 Au cours du dernier demi-siècle, les modes de détention, de transfert et de nantissement des actions, obligations et autres titres de placement ont subi un changement considérable. Deux ensembles d'évolutions commerciales méritent une attention particulière.

1. *De la détention directe à la détention intermédiée (intermédiation de titres)*

Int-17 Le premier ensemble d'évolutions commerciales est un passage de la détention, du transfert et du nantissement de titres au moyen de la possession matérielle de certificats représentant des titres ou de l'enregistrement de la propriété nominative ou autres droits dans les registres de l'émetteur (c'est-à-dire d'un système de détention directe), à des systèmes de détention intermédiée dans lesquels les droits portant sur les titres sont détenus, transférés et nantis au moyen d'inscriptions en compte sur des comptes de titres. La première étape de cette évolution a été l'établissement de Dépositaires Centraux de Titres (DCT), auprès desquels de grandes quantités de titres de divers émetteurs sont immobilisées ou centralisées (voir en outre les observations au para. Int-21)[12].

Int-18 Dans les systèmes de détention intermédiée, il y a un ou plusieurs intermédiaires (terme délibérément défini de façon très extensive) entre l'investisseur et l'émetteur. Généralement, un DCT ou DCTI tiendra des comptes de titres pour un nombre limité d'établissements financiers, courtiers-négociants et autres investisseurs professionnels (ces intermédiaires sont couramment désignés comme les participants du DCT ou DCTI). Ces participants tiennent à leur tour des comptes de titres pour leurs clients, tels que les investisseurs institutionnels ou privés ou d'autres intermédiaires, et ainsi de suite jusqu'à ce qu'un intermédiaire tienne un compte de titres pour un investisseur final. De ce fait, il peut y avoir un nombre variable de niveaux

[10] « Proposition pour une version remaniée des articles 4 et 4 bis », Doc. prél. No 13 de mai 2002, présenté par le Bureau Permanent.

[11] Une liste complète des experts ayant participé à la Session diplomatique tenue du 2 au 13 décembre 2002 figure à la page 380 du présent tome.

[12] Le premier DCT est le *Wiener Giro- und Cassenverein*, fondé en 1872 en Autriche, suivi par le Kassenverein allemand (désormais intégré à Clearstream International). Le prédécesseur de la SICOVAM, le DCT français (désormais Euroclear France), a été constitué au cours de la Deuxième Guerre Mondiale. Les projets du *New York Stock Exchange* pour la constitution d'un organisme semblable aux Etats-Unis avant la Première Guerre Mondiale n'ont pas abouti. Ce n'est qu'après la « crise de l'engorgement du papier » *(paperwork crisis)* de Wall Street vers la fin des années 1960 que la *Depository Trust Company* (DTC) a été constituée. La tendance à la constitution de DCT s'est étendue à presque tous les pays du monde après la publication par le Groupe des Trente de son célèbre rapport en 1989 sur les systèmes nationaux de compensation et de règlement (voir *« Clearance and Settlement in the World's Securities Markets »*, New York & Londres, Groupe des Trente, mars 1989). Les Dépositaires Centraux de Titres Internationaux (DCTI) permettent l'immobilisation et la centralisation de titres émis par des émetteurs étrangers. Euroclear, Clearstream et SIS SegaInterSettle sont largement reconnus comme étant des DCTI.

participated in the informal working process, including the RDWs mentioned above; in addition, several Member States and observers had industry representatives amongst their delegation at the formal meetings in The Hague. Also, some of these industry observers participated as experts in the work of the Drafting Committee (see footnote 9). This industry input was invaluable and helped to ensure that the final text of the Convention, in particular the primary conflict of laws provision (Art. 4), would indeed lead to the legal certainty and predictability the Convention was designed to provide.

Int-12 Most importantly, however, the entire informal working process was kept totally transparent by the Permanent Bureau's continuing production of explanatory Notes, charts and summaries reflecting all the opinions and views expressed during the consultation process, thus allowing all Member States (and indeed observers) not only to be informed of the latest status of the discussions, but also to react and submit new comments and suggestions. All the documents produced by the Permanent Bureau were uploaded on the HCCH-website, thus ensuring global visibility of the most current status of the project. There is no doubt that the Permanent Bureau's strict adherence to transparency was an essential ingredient of the successful working methods put in place for this project.

Int-13 In June 2001, during the first part of its Nineteenth Diplomatic Session of the HCCH, the Member States, among other things, officially endorsed the securities project, including the fast-track procedure and the informal working process. After intense informal preparations, a Special Commission, chaired by Ms Stefania Bariatti (Italy), was held in January 2002 in The Hague.

Int-14 Another important intermediate step in the negotiation process was reached in May 2002, when the Permanent Bureau, in accordance with the informal working process described above, took the initiative of suggesting a redraft of the core provisions of the future Convention, that is, the primary rule and the fall-back rules to determine the law applicable under the Convention. In particular, the redraft suggested that the Convention's conflict of law rules should no longer be based on any attempt to 'locate' a securities account or the office that maintains a securities account to determine the law applicable under the Convention. Instead, the Permanent Bureau suggested allowing the relevant intermediary and the account holder to agree on the applicable law and to submit this agreement to specific conditions.[10] This approach formed the basis for the primary rule (Art. 4) and the fall-back rules (Art. 5) that were eventually adopted by consensus.

Int-15 The final stage of the project was reached in December 2002, when the second part of the Nineteenth Diplomatic Session of the Hague Conference was held in the Hague to adopt the draft Securities Convention.[11] Thus, completion of this project took only a little more than two years and a half – a remarkably short period to develop an instrument that not only addresses difficult technical issues, but which also has to suit the needs and interests of business practice while at the same time taking into account the peculiarities of many different legal systems. One might also stress that this project was completed without the need for one single vote during the entire process. The Commission finalising the work on the Securities project during the Diplomatic Session was again chaired by Ms Stefania Bariatti (Italy). After a subsequent *toilettage* (clean up) of the text coordinated by the Permanent Bureau, the final text of the draft Convention was released in February 2003.

II. The basic purpose of the Hague Securities Convention: updating and unifying conflict of laws principles to reflect market reality in securities holdings

A. *Developments in commercial practices*

Int-16 Over the past half century there has been a marked change in the way in which shares, bonds and other investment securities are held, transferred and pledged. Two sets of commercial developments merit particular attention.

1. *From direct holdings to intermediated holdings*

Int-17 The first set of commercial developments is a movement from holding, transferring and pledging securities through the physical possession of security certificates or the recording of registered ownership or other interests on the issuer's books (*i.e.*, direct holding system), to intermediated holding systems where interests in the securities are held, transferred and pledged through book-entries to securities accounts. This movement was pioneered by the establishment of Central Securities Depositories (CSDs), where large quantities of securities of different issuers are immobilised or otherwise concentrated (see further comments in para. Int-21).[12]

Int-18 In intermediated holding systems, there will be one or more intermediaries (a term deliberately defined very broadly) standing between the investor and the issuer. Typically, a CSD or ICSD will maintain securities accounts for a limited number of financial institutions, broker-dealers and other professional investors (these intermediaries are often called participants of the CSD or ICSD). These participants, in turn, maintain securities accounts for their customers, such as institutional or retail investors or further intermediaries, and so forth until an intermediary maintains a securities account for an ultimate investor. As a result, there may be a variable number of tiers between

[10] *Proposal for a redraft of Articles 4 and 4 bis*, Prel. Doc. No 13 of May 2002, submitted by the Permanent Bureau.

[11] A list of all experts who participated in the Diplomatic Session held from 2-13 December 2002 is reproduced at page 380 of this volume.

[12] The oldest CSD was the *Wiener Giro- und Cassenverein*, founded in 1872 in Austria, which was later followed by the German *Kassenverein* (now part of Clearstream International). The predecessor of Sicovam, the French CSD (now Euroclear France), was established during World War II. Plans of the New York Stock Exchange to set up a similar entity in the United States before World War I did not materialise; it was only after the paperwork crisis on Wall Street in the late 1960s that *The Depository Trust Company (DTC)* was established. The movement of establishing CSDs spread to almost every country in the world after the Group of Thirty published its landmark report in 1989 on domestic clearance and settlement systems (see *Clearance and Settlement in the World's Securities Markets*, New York & London: Group of Thirty, March 1989). International Central Securities Depositories (ICSDs) allow for the immobilisation and concentration of securities issued by foreign issuers. Euroclear, Clearstream and SIS SegaInterSettle are widely recognised as ICSDs.

Goode, Kanda and Kreuzer Report

entre les investisseurs en bas de la structure et les émetteurs au sommet[13]. De plus, dans de nombreux systèmes, les droits d'un titulaire de compte sur les titres sous-jacents ne font pas l'objet d'une inscription (identification ou ségrégation) au niveau du registre de l'émetteur ou de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire avec lequel l'investisseur est en relation directe. Cela contribue à réduire les coûts et à augmenter l'efficacité des transferts.

Int-19 Les aspects juridiques de l'intermédiation de titres divergent entre systèmes de droit. Dans certains systèmes, l'intermédiaire direct (pertinent) de l'investisseur a des droits sur des titres correspondant aux droits de l'investisseur et des autres clients de l'intermédiaire, crédités à un compte de titres auprès d'un autre intermédiaire et ainsi de suite le long de la chaîne jusqu'à l'intermédiaire au niveau le plus élevé (généralement un DCT ou DCTI). Dans ces systèmes juridiques, il y a donc un droit distinct au niveau de chaque intermédiaire, et l'intermédiaire au niveau le plus élevé (ou son prête-nom (*nominee*)) est le titulaire des titres inscrit dans les livres de l'émetteur. Cependant, dans d'autres systèmes juridiques, un intermédiaire agit en qualité de simple teneur de registres des droits d'un investisseur. Ainsi, bien que le droit de l'investisseur résulte d'un crédit à un compte de titres et puisse être transféré par voie d'inscription en compte, le crédit des titres à un compte de titres tenu par l'intermédiaire de l'investisseur établit néanmoins une relation directe entre l'investisseur et l'émetteur (aussi, l'intermédiaire au niveau le plus élevé n'est-il pas inscrit dans les registres de l'émetteur comme titulaire des titres).

Int-20 Il importe de souligner que la Convention de La Haye sur les Titres répond aux besoins de ces deux systèmes. Elle s'applique lorsque des titres sont crédités à un compte de titres, quelle que soit la qualification, selon la loi matérielle pertinente, du droit résultant du crédit des titres au compte de titres, et que ce droit soit à l'encontre de l'intermédiaire de l'investisseur (c'est-à-dire, de l'intermédiaire pertinent), de tout autre intermédiaire ou de l'émetteur (voir en outre les observations aux para. Int-22 et s., et en particulier le commentaire de l'art. 2).

2. *Immobilisation, dématérialisation et centralisation*

Int-21 Un ensemble apparenté d'évolutions commerciales concerne l'immobilisation, la dématérialisation et la centralisation des titres par l'intermédiaire de DCT et DCTI. L'immobilisation de certificats de titres auprès de DCT et DCTI ou d'autres intermédiaires vise la détention, le transfert et le nantissement de droits portant sur des titres au moyen d'inscriptions en compte de titres sans aucun changement dans la conservation des certificats de titres sous-jacents. On peut noter que l'utilisation de certificats globaux ou collectifs représentant la totalité d'une émission de titres, au lieu de certificats de titres individuels pour chaque titre, s'est accrue à mesure de l'augmentation du nombre de titres immobilisés. La dématérialisation désigne la suppression intégrale de certificats représentant des titres[14]. Les titres dématérialisés sont représentés uniquement par des inscriptions dans des registres tenus par de simples teneurs de registres habilités et / ou directement dans les livres de l'émetteur. La centralisation désigne la concentration de la comptabilité des titres dématérialisés et la garde de titres immobilisés par l'entremise de DCT.

B. *Différences dans les systèmes de droit*

Int-22 Bien que les mêmes évolutions commerciales aient eu lieu à des degrés divers sur quasiment tous les marchés au monde, différents systèmes juridiques qualifient les droits d'un titulaire de compte résultant d'un crédit de titres à un compte de titres de manières assez diverses. Dans certains systèmes, les droits du titulaire de compte sont qualifiés de dépôt régulier, dépôt spécial, droits de co-propriété sur un ensemble identifiable de titres ou autre forme de droit de propriété pouvant être rattaché à des titres individuels. Dans nombre de ces systèmes de droit, bien qu'il y ait un ou plusieurs intermédiaires entre un titulaire de compte et l'émetteur, l'intermédiaire n'a aucune importance juridique et les droits du titulaire de compte sont l'équivalent fonctionnel de ceux d'un titulaire direct. Les droits du titulaire de compte peuvent ainsi inclure le droit de faire exécuter les titres directement à l'encontre de l'émetteur, le titulaire de compte peut être considéré comme propriétaire direct des titres ou le titulaire de compte peut être autorisé ou contraint à être enregistré en qualité de propriétaire à titre nominatif dans les registres de l'émetteur.

Int-23 Dans d'autres systèmes de droit, les droits du titulaire de compte sont qualifiés de dépôt irrégulier, dépôt général ou d'une autre forme de droit purement personnel (contractuel) à l'encontre de l'intermédiaire pour la remise ou le transfert d'un type et d'un nombre donnés de titres. Dans d'autres systèmes encore, les droits du titulaire de compte sont qualifiés ou désignés comme étant les droits du bénéficiaire d'un *trust,* un droit fiduciaire légal, une *Gutschrift in Wertpapierrechnung*, un droit de co-propriété sur une masse fongible, notionnelle ou comptable de titres, des *security entitlements* ou autre ensemble de droits de propriété, contractuels ou autres. Dans ces deux systèmes de droit, soit l'intermédiaire rompt la chaîne de propriété entre le titulaire de compte et l'émetteur, soit l'intermédiaire est traité comme le titulaire inscrit, légal ou apparent des titres et les titulaires de comptes sont limités à faire valoir les titres indirectement à l'encontre des émetteurs en passant par leurs intermédiaires.

C. *Etablir des règles de conflit de lois appropriées pour les titres crédités à un compte de titres*

Int-24 La Convention vise à s'appliquer à l'égard de tous les titres détenus auprès d'un intermédiaire, indépendamment de la qualification qu'attribue un système juridique quelconque aux droits résultant d'une inscription de titres en compte de titres. Ainsi, comme l'explicite le commentaire de l'article 2, la Convention s'applique pour déterminer la loi applicable à toutes les questions visées à l'article 2(1) à l'égard de tous les titres détenus auprès d'un intermédiaire, que cette intermédiation des titres soit considérée ou non comme l'équivalent fonctionnel d'une détention directe, y compris lorsqu'elle comprend le droit de faire valoir les titres directement à l'encontre de l'émetteur, ou d'être enregistré comme propriétaire dans les livres de l'émetteur, et que l'intermédiaire rompe la chaîne de propriété entre le titulaire de compte et l'émetteur, ou que l'intermédiaire soit considéré comme propriétaire inscrit, légal ou apparent des titres et les titulaires de comptes limités à faire valoir leurs titres à l'encontre de l'émetteur indirectement en passant par leurs intermédiaires. Ainsi, le facteur décisif pour déterminer si la Convention s'applique ou non est l'entrée de ces titres, à une étape quelconque,

[13] Il est à noter que dans certains systèmes de droit, et notamment des Etats nordiques, les investisseurs sont autorisés à ouvrir leurs comptes de titres directement auprès du DCT local (voir en outre les observations aux para. 1-7 et 1-36).

[14] La France a introduit un système entièrement dématérialisé en adoptant l'art. 94-II de la Loi de Finances pour 1982 (Loi No 81-1160 du 30 décembre 1981). L'art. 94-II est entré en vigueur le 3 novembre 1984. Les titres du Gouvernement des Etats-Unis et de nombreux autres Etats sont dématérialisés depuis plusieurs décennies ; la plupart des titres de sociétés continuent néanmoins d'être émis sous forme de certificats.

the investors at the bottom of the structure and the issuers at the top.[13] Moreover, in many systems, there is no record (*i.e.*, no identification or segregation) of an individual account holder's interest in the underlying securities at the level of the issuer's register or that of any intermediary other than the intermediary with whom the investor has a direct relationship. This serves to reduce costs and facilitate the efficiency of transfers.

Int-19 The legal approaches to intermediated holdings vary among legal systems. Under some legal systems, the investor's direct (relevant) intermediary has interests in securities corresponding to the investor's interest and those of the intermediary's other customers credited to a securities account with another intermediary and so on up the chain to the highest-tier intermediary (normally a CSD or ICSD); thus, in these legal systems, there is a separate interest at the level of each intermediary and the highest-tier intermediary (or its nominee) is the registered holder of the securities on the issuer's books. Under other legal systems, however, an intermediary acts as a mere record keeper of an investor's interest; thus, while the investor's interest results from a credit to a securities account and is transferable through book-entry, the credit of the securities to a securities account maintained by the investor's intermediary establishes a direct relationship between the investor and the issuer (as a consequence, the highest-tier intermediary is not registered on the issuer's book as the holder of the securities).

Int-20 It is important to stress that the Hague Securities Convention caters to the needs of both these approaches; it applies when securities are credited to a securities account, regardless of how the relevant substantive law classifies the nature of the right resulting from the credit of the securities to the securities account and independently of whether this right is against the investor's (*i.e.*, the relevant) intermediary, any other intermediary or the issuer (see further comments in paras. Int-22 *et seq.*, and, in particular, the commentary to Art. 2).

2. *Immobilisation, dematerialisation and centralisation*

Int-21 A related set of commercial developments is the immobilisation, dematerialisation and centralisation of securities through CSDs and ICSDs. The immobilisation of security certificates with CSDs and ICSDs or other intermediaries refers to the holding, transferring and pledging of interests in securities by book-entry to securities accounts without any change in possession of the underlying security certificates. It may be noted that the use of global or jumbo certificates to represent the entire issue of securities, instead of individual security certificates for each security, has increased as securities have been immobilised. Dematerialisation refers to the complete elimination of certificates to represent securities.[14] Dematerialised securities are represented solely by entries in records kept by authorised record-keepers and/or directly on the issuer's books. Centralisation refers to concentrating the book-keeping of dematerialised securities and the safekeeping of immobilised securities through CSDs.

B. *Differences in legal systems*

Int-22 Although the same commercial developments have taken place to one degree or another in virtually every market in the world, different legal systems classify an account holder's rights resulting from a credit of securities to a securities account in rather different ways. In some systems, the account holder's rights are characterised as a regular deposit, special deposit, co-property rights in an identifiable pool of securities or some other form of property right traceable to individual securities. In many of these legal systems, even though one or more intermediaries stands between an account holder and the issuer, the intermediary has no legal significance and the account holder's rights are the functional equivalent of those of a direct owner. Thus, the account holder's rights may include the right to enforce the securities directly against the issuer, the account holder may be treated as the direct owner of the securities or the account holder may be permitted or required to be recorded as the registered owner on the issuer's books.

Int-23 In other legal systems, the account holder's rights are characterised as an irregular deposit, general deposit or some other form of a purely personal (contractual) right against the intermediary to the delivery or transfer of a given type and number of securities. In still other systems, the account holder's rights are characterised or denominated as the interest of a beneficiary under a trust, a statutory fiduciary interest, a *Gutschrift in Wertpapierrechnung*, co-property rights in a fungible, notional or book-entry pool of securities, security entitlements or some other bundle of property, contractual or other rights. In both of these legal systems, either the intermediary breaks the ownership chain between the account holder and the issuer or the intermediary is treated as the registered, legal or nominal owner of the securities and the account holders are limited to enforcing the securities indirectly against the issuers through their intermediaries.

C. *Providing appropriate conflict of laws rules for securities credited to a securities account*

Int-24 The Convention is designed to apply in relation to all securities held with an intermediary, independent of how the rights resulting from a credit of securities to a securities account are classified by any legal system. Thus, as more fully discussed in the commentary to Article 2, the Convention applies to determine the law applicable to all the Article 2(1) issues in relation to all securities held with an intermediary, independent of whether they are treated as the functional equivalent of direct holdings, including a right to enforce the securities directly against the issuer or to be recorded as the registered owner on the issuer's books, or whether either the intermediary breaks the ownership chain between the account holder and the issuer or an intermediary is treated as the registered, legal or nominal owner of the securities and the account holders are limited to enforcing the securities indirectly against the issuer through their intermediaries. Thus, the decisive factor to determine whether or not the Convention applies in relation to any securities is that those securities have at

[13] It should be noted that in some legal systems, in particular in Nordic States, investors are allowed to open their securities accounts directly with the local CSD (see further comments in paras. 1-7 and 1-36).

[14] France introduced a fully dematerialised system by adopting Art. 94-II of the Finance Law for 1982 (Loi de finances pour 1982) (Law N°81-1160 of 30 December 1981); Art. 94-II entered into force on 3 November 1984. US and many other government securities have been dematerialised for several decades; most corporate securities, however, continue to be issued in certificated form.

dans un système de détention intermédiée par le crédit de ces titres à un compte de titres (voir le para. 1-16). Si les titres sont détenus directement, c'est-à-dire incorporés dans des certificats dont l'investisseur a la possession, ou que le droit de l'investisseur est traduit directement dans les livres de l'émetteur et qu'aucun intermédiaire n'intervient, la Convention ne s'applique pas. Les principaux éléments de la Convention sont exposés aux paragraphes Int-49 et s.

Int-25 Comme examiné de manière plus détaillée dans le commentaire de l'article 2, la Convention s'applique pour déterminer la loi applicable à toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard de tous les titres détenus auprès d'un intermédiaire, que les droits d'un titulaire de compte résultant d'un crédit de titres à un compte de titres soient qualifiés de droits de propriété, contractuels, mixtes ou autres selon un système juridique quelconque. Cependant, la Convention ne détermine pas la loi applicable à des droits de nature purement contractuelle ou autrement purement personnelle entre un titulaire de compte et son intermédiaire *inter se*, et entre les parties à un transfert *inter se*, à condition que la question en cause ne soit pas l'une de celles mentionnées à l'article 2(1) (voir les para. 2-49 et s., 2-75, 2-77 et 2-78 sur les rapports entre l'art. 2(1) et les art. 2(3)(a) et (b)). Aux fins de la Convention, chaque compte doit être traité séparément, l'intermédiaire qui tient le compte étant désigné comme « l'intermédiaire pertinent ».

D. *Exemples*

Int-26 L'exemple suivant représente une situation courante de détention intermédiée à laquelle la Convention s'applique et identifie l'intermédiaire pertinent.

Exemple Int-1

Illinois Inc. *est constituée en Illinois, aux Etats-Unis. Illinois* Inc. *a 5.000.000 actions en circulation. Elles sont toutes représentées par un certificat collectif immobilisé auprès de la Depository Trust Company (DTC), un Dépositaire Central de Titres (DCT) constitué à New York. La DTC conserve le certificat collectif représentant les actions d'Illinois* Inc. *dans son coffre-fort à New York. Illinois* Inc. *tient un registre de titres à Newark, New Jersey, auprès d'un agent de registre, l'Agent NJ, qui y est situé. Le prête-nom de la DTC, Cede & Co., est inscrit dans le registre de titres comme titulaire nominatif des 5.000.000 actions Illinois* Inc. *en circulation.*

Un Investisseur australien a un droit portant sur 50.000 actions Illinois Inc. *qui se traduit par un crédit à un compte de titres intitulé « Compte de Titres Investisseur australien », tenu pour l'Investisseur australien par son intermédiaire, une Banque française, située à Paris.*

La Banque française, à son tour, a des droits correspondant aux droits de l'Investisseur australien sur les actions Illinois Inc. *ainsi qu'aux droits d'autres clients de la Banque française, sous la forme d'actions Illinois* Inc. *créditées à un compte de titres intitulé « Compte de Titres Collectif Clients Banque française » tenu pour la Banque française par un DCTI européen organisé en Belgique. Au total, la Banque française a un crédit de 650.000 actions Illinois* Inc. *sur ce compte de titres.*

Le DCTI européen, à son tour, détient des droits correspondant aux droits de la Banque française sur les actions Illinois Inc., *ainsi qu'aux droits d'autres participants du DCTI européen, sous la forme d'actions Illinois* Inc. *créditées à un compte de titres intitulé « Compte de Titres Collectif Clients DCTI européen », tenu pour le DCTI européen par la New York Bank, le sous-conservateur de DCTI européen aux Etats-Unis. Au total, le DCTI européen a un crédit de 2.250.000 actions Illinois* Inc. *sur ce compte de titres.*

La New York Bank, à son tour, détient des droits correspondant aux droits du DCTI européen sur les actions Illinois Inc., *ainsi qu'aux droits d'autres clients de la New York Bank, sous la forme d'actions Illinois* Inc. *créditées à un compte de titres intitulé « Compte de Titres Collectif Clients New York Bank », tenu pour la New York Bank par la DTC. Au total, la New York Bank a un crédit de 3.000.000 actions Illinois* Inc. *sur ce compte de titres.*

L'intermédiaire pertinent à l'égard de l'Investisseur australien est la Banque française, celui à l'égard de la Banque française est le DCTI européen, celui à l'égard du DCTI européen est la New York Bank, et celui à l'égard de la New York Bank est la DTC. Ainsi, chaque intermédiaire autre que la DTC est aussi un titulaire de compte par rapport à son propre intermédiaire.

Int-27 L'exemple suivant représente une autre situation courante de détention intermédiée à laquelle la Convention s'applique.

Exemple Int-2

La Takushima Inc. *est constituée à Osaka (Japon). Takushima* Inc. *a émis un montant cumulé de 5.000.000.000 USD en principal de titres d'endettement entièrement dématérialisés (obligations) et détenus par le biais de JASDEC, un dépositaire central de titres (DCT) constitué à Tokyo.*

Un Investisseur NL a un montant cumulé de 75.000.000 USD en principal d'obligations Takushima Inc. *crédité à un compte de titres intitulé « Compte de Titres Investisseur NL » que tient pour lui l'AB-IN Bank, constituée à Amsterdam (Pays-Bas).*

L'AB-IN Bank, à son tour, détient des droits correspondant au droit de l'Investisseur NL portant sur les obligations Takushima Inc., *ainsi qu'aux droits d'autres clients de l'AB-IN Bank portant sur des obligations Takushima* Inc., *crédités à un compte de titres intitulé « Compte de Titres Collectif Clients AB-IN Bank » tenu pour l'AB-IN Bank par le bureau de Tokyo de sa filiale, l'AB-IN Bank International, constituée selon le droit de Hongkong. Au total, l'AB-IN Bank a un montant total de 350.000.000 USD en principal d'obligations Takushima* Inc. *crédité sur ce compte de titres.*

Le bureau de Tokyo de l'AB-IN Bank International, à son tour, détient des droits correspondant au droit de l'AB-IN Bank portant sur les obligations Takushima Inc., *ainsi qu'aux droits d'autres clients du bureau de Tokyo de l'AB-IN Bank International, crédités à un compte de titres intitulé « Compte de Titres Collectif Clients AB-IN Bank Tokyo » tenu pour le bureau de Tokyo de l'AB-IN Bank International par Nomura Securities, participant de JASDEC. Au total, le bureau de Tokyo de l'AB-IN Bank International a un montant total de 550.000.000 USD en principal d'obligations Takushima* Inc. *crédité sur ce compte de titres.*

Nomura Securities, à son tour, a un compte de titres que tient JASDEC pour elle. Ce compte, intitulé « Compte de Titres Collectif Clients Nomura Securities », traduit les droits à l'égard des obligations Takushima Inc. *de tous les clients de Nomura Securities, y compris le bureau de Tokyo de l'AB-IN Bank International. Au total, Nomura Securities a un montant total de 1.350.000.000 USD en principal d'obligations Takushima* Inc. *crédité sur ce compte de titres.*

L'intermédiaire pertinent à l'égard de l'Investisseur NL est l'AB-IN Bank, celui à l'égard de l'AB-IN Bank est l'AB-

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

any stage entered into the intermediated system by being credited to a securities account (see para. 1-16). If the securities are held directly, that is, are embodied in certificates in the possession of the investor or the investor's interest is reflected directly on the books of the issuer and there is no intermediary involved, the Convention does not apply. The key features of the Convention are set out in paras Int-49 *et seq.*

Int-25 As more fully discussed in the commentary to Article 2, the Convention applies to determine the law applicable to all the Article 2(1) issues in relation to all securities held with an intermediary, independent of whether an account holder's rights arising from a credit of securities to a securities account are classified as proprietary, contractual, mixed or other under any legal system. The Convention does not, however, determine the law applicable to purely contractual or other purely personal rights between an account holder and its intermediary *inter se* and between the parties to a disposition *inter se*, provided that the issue at stake is not one specified in Article 2(1) (see paras. 2-4 *et seq.*, 2-30, 2-32 and 2-33 on the relationship between Art. 2(1) and Arts. 2(3)(a) and (b)). For the purposes of the Convention each account has to be treated separately, the intermediary who maintains the account being referred to as "the relevant intermediary".

D. *Examples*

Int-26 The following example illustrates a typical intermediated holding pattern to which the Convention applies and identifies the relevant intermediary:

Example Int-1

Illinois Inc is incorporated in Illinois in the United States. Illinois Inc has 5,000,000 shares outstanding. They are all represented by a global certificate that is immobilised at The Depository Trust Company (DTC), a Central Securities Depositary (CSD) incorporated in New York. DTC keeps the actual global certificate representing the Illinois Inc shares in its vault in New York. Illinois Inc maintains a share register in Newark, New Jersey, with a registrar, NJ Registrar, located there. DTC's nominee, Cede & Co, is recorded in the share register as the registered owner of the 5,000,000 outstanding Illinois Inc shares.

Australian Investor has an interest in 50,000 Illinois Inc shares, which is reflected by a credit to a securities account entitled 'Australian Investor Securities Account' maintained for Australian Investor by its intermediary, French Bank, which is located in Paris.

French Bank, in turn, holds interests corresponding to Australian Investor's interest in the Illinois Inc shares, together with interests of other customers of French Bank, in the from of Illinois Inc shares credited to a securities account entitled 'French Bank Omnibus Customer Securities Account' maintained for French Bank by European ICSD organised in Belgium. In total, French Bank has 650,000 Illinois Inc shares credited to that securities account.

European ICSD, in turn, holds interests corresponding to French Bank's interest in the Illinois Inc shares, together with interests of other participants in the European ICSD, in the form of Illinois Inc shares credited to a securities account entitled 'European ICSD Omnibus Customer Securities Account' maintained for the European ICSD by New York Bank, the European ICSD's U.S. subcustodian. In total, European ICSD has 2,250,000 Illinois Inc shares credited to that securities account.

New York Bank, in turn, holds interests corresponding to European ICSD's interest in the Illinois Inc shares, together with interests of other customers of New York Bank, in the form of Illinois Inc shares credited to a securities account entitled 'New York Bank Omnibus Customer Securities Account' maintained for New York Bank by DTC. In total, New York Bank has 3,000,000 Illinois Inc shares credited to that securities account.

The relevant intermediary as regards Australian Investor is French Bank; as regards French Bank is European ICSD; as regards European ICSD is New York Bank; and as regards New York Bank is DTC. So each intermediary other than DTC is also an account holder in relation to its own intermediary.

Int-27 The following example illustrates another typical intermediated holding pattern to which the Convention applies:

Example Int-2

Takushima Inc is incorporated in Osaka (Japan). Takushima Inc has issued $ 5,000,000,000 aggregate principal amount of fully dematerialised debt securities (bonds) which are held through JASDEC, a Central Securities Depositary (CSD) incorporated in Tokyo.

Dutch Investor has $ 75,000,000 aggregate principal amount of the Takushima Inc bonds credited to a securities account entitled 'Dutch Investor Securities Account' maintained for it by AB-IN Bank, incorporated in Amsterdam (Netherlands).

AB-IN Bank, in turn, holds interests corresponding to Dutch Investor's interest in the Takushima Inc bonds, together with interests of other customers of AB-IN Bank in Takushima Inc bonds, credited to a securities account entitled 'AB-IN Bank Omnibus Customer Securities Account' maintained for AB-IN Bank by the Tokyo office of its subsidiary, AB-IN Bank International, incorporated under Hong Kong law. In total, AB-IN Bank has $ 350,000,000 aggregate principal amount of Takushima Inc bonds credited to that securities account.

The Tokyo office of AB-IN Bank International, in turn, holds interests corresponding to AB-IN Bank's interest in the Takushima Inc bonds, together with interests of other customers of the Tokyo office of AB-IN Bank International, credited to a securities account entitled 'AB-IN Bank Tokyo Omnibus Customer Securities Account' maintained for the Tokyo office of AB-IN Bank International by Nomura Securities, a participant in JASDEC. In total, the Tokyo office of AB-IN Bank International has $ 550,000,000 aggregate principal amount of Takushima Inc bonds credited to that securities account.

Nomura Securities, in turn, has a securities account maintained for it by JASDEC. This account, which is entitled 'Nomura Securities Omnibus Customer Securities Account', reflects the interests in respect of Takushima Inc bonds of all Nomura Securities' customers, including the Tokyo office of AB-IN Bank International. In total, Nomura Securities has $ 1,350,000,000 aggregate principal amount of Takushima Inc bonds credited to that securities account.

The relevant intermediary as regards Dutch investor is AB-IN Bank; as regards AB-IN Bank is AB-IN Bank

IN Bank International, celui à l'égard de l'AB-IN Bank International est Nomura Securities, et celui à l'égard de Nomura Securities est JASDEC[15].

Int-28 Dans un but de simplicité, les exemples ci-dessus ne concernent que des titres d'une seule société. La situation de fait, notamment lorsque des portefeuilles de titres sont donnés en garantie, sera souvent bien plus complexe en pratique.

Int-29 Au sein de systèmes de détention intermédiée, les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire se font par voie d'inscription en compte sans aucune forme de remise de certificats. Afin de réaliser un transfert entre deux investisseurs clients d'un même intermédiaire, il suffit de passer des inscriptions au débit et au crédit des livres de cet intermédiaire et, dans certains cas, de transmettre des renseignements concernant l'ultime titulaire de compte à l'émetteur.

Int-30 Dans le cas où deux investisseurs détiennent leurs droits portant sur des titres par l'entremise d'intermédiaires différents (une situation très probable), le transfert pourra être légèrement plus compliqué. Le principe fondamental est qu'il n'y a qu'un seul intermédiaire pertinent pour un compte de titres particulier[16]. Ainsi, pour effectuer, dans les systèmes de détention intermédiée, un transfert d'un auteur à sa contrepartie définitive (bénéficiaire), des inscriptions seront normalement passées sur le compte de titres de l'auteur tenu par son intermédiaire pertinent, sur un compte de titres tenu par l'intermédiaire pertinent de cet intermédiaire, sur un compte de titres tenu par ce dernier intermédiaire pour l'intermédiaire pertinent du bénéficiaire, et enfin, sur le compte de titres du bénéficiaire tenu par son intermédiaire pertinent. La règle de conflit de lois de la Convention n'assurera pas, ou même généralement n'entraînera pas, l'application d'une loi unique, régissant toutes les questions mentionnées à l'article 2(1), à l'égard des crédits et transferts à tous les niveaux de la chaîne d'intermédiaires et titulaires de comptes entre le titulaire de compte d'origine et la contrepartie définitive. De ce fait, la question cruciale de savoir si le bénéficiaire acquiert ou non un droit sur des titres crédités sur son compte de titres libre de revendications de tiers est régie par la loi déterminée par la Convention à l'égard du compte de titres du bénéficiaire[17]. Si, selon cette loi, le bénéficiaire acquiert un tel droit, les questions de savoir si le débit de titres correspondant sur le compte de titres de l'auteur du transfert ou si le crédit correspondant de titres sur le compte de titres de chaque intermédiaire entre l'auteur et le bénéficiaire étaient opérants perdent leur pertinence pour le bénéficiaire (sauf stipulation contractuelle contraire). Si par contre, selon la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte du bénéficiaire, le droit du bénéficiaire dépend de celui de son intermédiaire pertinent (ou de l'auteur ou de tout autre intermédiaire dans la chaîne entre l'auteur et le bénéficiaire), un tribunal appliquant cette loi se tournera vers la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de titres de l'intermédiaire (ou de cette autre personne) auprès de son intermédiaire pour déterminer quel type de droit le bénéficiaire a acquis en vertu de la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de titres du bénéficiaire.

Int-31 L'exemple suivant illustre un transfert au moyen d'inscriptions en comptes entre deux investisseurs détenant leurs droits portant sur des titres à travers des intermédiaires différents :

Exemple Int-3

Un Investisseur australien, pour qui une Banque française tient un compte de titres, souhaite emprunter des fonds et donner en garantie de l'emprunt son droit portant sur 500.000 actions Illinois Inc. *Il demande un prêt à une Banque de Londres, banque d'affaires internationale constituée au Royaume-Uni et basée à Londres.*

La Banque de Londres a un compte de titres tenu pour elle par une banque constituée en Suisse et dont le principal lieu d'activité est Zurich. La Banque suisse a un compte de titres intitulé « Compte de Titres Collectif Clients Banque suisse » tenu pour elle par un DCTI européen.

La Banque de Londres et l'Investisseur australien concluent un transfert de propriété à titre de garantie. La Banque de Londres donne instruction à l'Investisseur australien de transférer les actions Illinois Inc. *au compte de la Banque de Londres auprès de la Banque suisse (en demandant le transfert des actions à un intermédiaire qui a la confiance de la Banque de Londres, la Banque de Londres évite toute exposition à la Banque française, notamment pour les conséquences possibles d'une erreur administrative, faute ou insolvabilité de la Banque française, ou de l'influence que l'Investisseur australien serait susceptible d'exercer sur la Banque française).*

Pour le titulaire de compte d'origine (l'Investisseur australien), l'intermédiaire pertinent est la Banque française, c'est-à-dire l'intermédiaire tenant le compte de titres de l'Investisseur australien et avec lequel l'Investisseur australien a conclu la convention de compte. Pour la Banque française, l'intermédiaire pertinent est le DCTI européen, c'est-à-dire l'intermédiaire qui tient le compte de titres de la Banque française et avec lequel la Banque française a conclu la convention de compte. Ainsi, la Banque française, outre sa qualité d'intermédiaire pour l'Investisseur australien, est également titulaire de compte auprès du DCTI européen. Pour le cessionnaire final (la Banque de Londres), l'intermédiaire pertinent est la Banque suisse, c'est-à-dire l'intermédiaire tenant le compte de titres de la Banque de Londres et avec lequel la Banque de Londres a conclu la convention de compte. Pour la Banque suisse, l'intermédiaire pertinent est le DCTI européen, c'est-à-dire l'intermédiaire tenant le compte de titres de la Banque suisse et avec lequel la Banque suisse a conclu la convention de compte. Ainsi, la Banque suisse, outre sa qualité d'intermédiaire pour la Banque de Londres, est également titulaire de compte auprès du DCTI européen. Le DCTI européen est l'intermédiaire commun pour la Banque française ainsi que pour la Banque suisse. Bien que la chaîne comprenne divers intermédiaires et donc divers titulaires de compte, il n'y a qu'un seul intermédiaire pertinent pour chaque titulaire de compte.

Afin de réaliser un transfert de propriété de l'Investisseur australien à sa contrepartie la Banque de Londres, des inscriptions seront normalement effectuées sur :

[15] Bien que cela ne soit pas applicable à la situation décrite ci-dessus, dans certains systèmes de droit, chaque intermédiaire se tenant entre un titulaire de compte ultime et l'émetteur peut se voir contraint de transmettre à l'émetteur le nom du titulaire du niveau inférieur et sa position relativement aux titres afin qu'il soit inscrit comme propriétaire nominatif dans les livres de l'émetteur. Les droits portant sur les titres résultant du crédit des titres à un compte tenu par un intermédiaire, la Convention détermine la loi applicable à toutes les questions de l'art. 2(1) portant sur ces droits, bien que le titulaire de compte soit inscrit comme propriétaire nominatif dans les livres de l'émetteur.

[16] L'application des règles de conflit de la Convention dans le contexte d'un transfert de titres effectué par voie de virement entre un compte de titres et un autre, y compris par une chaîne d'intermédiaires, est examinée en détail et illustrée d'exemples utiles aux para. 4-137 et s.

[17] Comme examiné plus en détail aux para. 4-137 et s. (voir en particulier le para. 4-143), les intermédiaires gèrent le risque de devoir honorer le crédit de titres sur les comptes de titres tenus pour leurs titulaires de comptes lorsqu'un crédit de titres correspondant sur leurs comptes auprès de leurs intermédiaires n'est pas honoré ou est contre-passé (le risque de double responsabilité) de diverses manières. Ils peuvent redistribuer ce risque en négociant le droit contractuel de contre-passer tout crédit de titres réalisé sur des comptes tenus par eux si un crédit correspondant n'est pas effectué ou est contre-passé sur des comptes tenus pour eux par leurs propres intermédiaires, répartir le risque sur un groupe défini de leurs titulaires de comptes, ou décider délibérément de supporter et gérer le risque.

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

International; as regards AB-IN Bank International is Nomura Securities; and as regards Nomura Securities is JASDEC.[15]

Int-28 For the sake of simplicity, the examples above involve only securities of a single company. The fact pattern occurring in practice, particularly where portfolios of securities are provided as collateral, will often be much more complicated.

Int-29 Within intermediated holding systems, transfers of securities held with an intermediary occur by book entries without any form of delivery of certificates. In order to effect a transfer between two investors who are customers of a single intermediary, it is sufficient to make debit and credit entries in the books of that intermediary and, in some instances, forward information about the bottom-tier account holder to the issuer.

Int-30 In the case where two investors hold their interests in respect of securities through different intermediaries (a very likely scenario), the transfer may be slightly more complicated. The fundamental principle is that there is only one relevant intermediary for a particular securities account.[16] Thus, to effect a disposition from a transferor to its ultimate counterparty (transferee) in intermediated holding systems, entries would typically be made to the transferor's securities account maintained by its relevant intermediary, to a securities account of that intermediary maintained by that intermediary's relevant intermediary, to a securities account maintained by the latter intermediary for the transferee's relevant intermediary, and, finally, to the securities account of the transferee maintained by its relevant intermediary. The conflict of laws provision of the Convention will not assure, or even typically produce, the result that one single law will govern all the issues specified in Article 2(1) with respect to credits and dispositions at all levels in the chain of intermediaries and account holders between the originating account holder and the ultimate counterparty. As a result, the crucial question whether or not the transferee acquires an interest in securities credited to its securities account free of adverse claims is governed by the law determined by the Convention with respect to the transferee's securities account.[17] If, under that law, the transferee acquires such an interest, the questions whether the corresponding debit of securities to the transferor's securities account or the corresponding credit of securities to the securities account of each intermediary standing between the transferor and the transferee were effective become irrelevant to the transferee (absent contrary contractual provisions). If, on the other hand, under the Convention law determined with respect to the transferee's account, the transferee's title is dependent on that of its relevant intermediary (or the transferor or any other intermediary in the chain between the transferor and the transferee), a court applying that law will look to the Convention law determined with respect to the intermediary's (or such other person's) securities account with its intermediary to determine what sort of title the transferee acquired under the Convention law determined with respect to the transferee's securities account.

Int-31 The following example illustrates a transfer by way of book entries between two investors who hold their interests in respect of securities through different intermediaries:

Example Int-3

Australian Investor, who has a securities account maintained for it by French Bank, wants to borrow money and to provide as collateral for the borrowing its interest in respect of 500,000 Illinois Inc Shares. It seeks a loan from London Bank, an international investment bank incorporated in the UK and based in London.

London Bank has a securities account maintained for it by Swiss Bank, which is incorporated in Switzerland and has its principal place of business in Zurich. Swiss Bank has a securities account entitled 'Swiss Bank Omnibus Customer Securities Account' maintained for it by European ICSD.

London Bank and Australian Investor enter into a transfer of title by way of security agreement. London Bank instructs Australian Investor to transfer the Illinois Inc shares to London Bank's account with Swiss Bank (by requiring the shares to be moved to an intermediary that London Bank trusts, London Bank is avoiding any exposure to French Bank, in particular, to the possible consequences of administrative error, wrongdoing or insolvency of French Bank or the likely influence that Australian Investor may have with French Bank).

For the original account holder (Australian Investor), the relevant intermediary is French Bank, that is, the intermediary that maintains Australian Investor's securities account and with which Australian Investor has entered into the account agreement. For French Bank, the relevant intermediary is European ICSD, that is, the intermediary that maintains French Bank's securities account and with which French Bank has entered into the account agreement. Thus, French Bank, in addition to acting as an intermediary for Australian Investor, is also an account holder of European ICSD. For the ultimate transferee (London Bank), the relevant intermediary is Swiss Bank, that is, the intermediary that maintains London Bank's securities account and with which London Bank has entered into the account agreement. For Swiss Bank, the relevant intermediary is European ICSD, that is, the intermediary that maintains Swiss Bank's securities account and with which Swiss Bank has entered into the account agreement. Thus, Swiss Bank, in addition to acting as an intermediary for London Bank, is also an account holder of European ICSD. European ICSD is the common intermediary for both French Bank and Swiss Bank. Although the chain includes multiple intermediaries and, thus, multiple account holders, there is only one relevant intermediary for each account holder.

To effect a transfer of title from Australian Investor to its counterparty London Bank, entries would typically be made to:

[15] Although not applicable to the situation described above, under some legal systems, each intermediary standing between a bottom-tier account holder and the issuer may be required to forward the bottom-tier account holder's name and position in the securities to the issuer to be recorded as the registered owner on the issuer's books. Because the interests in the securities result from the credit of the securities to an account maintained by an intermediary, the Convention determines the law applicable to all the Article 2(1) issues in relation to such interests, even though the account holder is recorded as the registered owner on the issuer's books.

[16] Application of the Convention's conflict rules in the context of a disposition of securities effectuated by transfer from one securities account to another, including through a chain of intermediaries, is discussed at length and illustrated by useful examples in paras. 4-43 *et seq.*

[17] As more fully discussed in paras. 4-43 *et seq.* (see in particular para. 4-49), intermediaries manage the risk of being required to honour the credit of securities to accounts maintained for their account holders when a corresponding credit of securities to their accounts with their intermediaries is not honoured or is reversed (the risk of double liability) in a variety of ways. They may reallocate this risk by bargaining for the contractual right to reverse any credit of securities made to accounts maintained by them if a corresponding credit is not made or is reversed to accounts maintained for them by their intermediaries, spread the risk over a defined pool of their account holders, or consciously decide to assume and manage the risk.

(i) le compte de titres de l'Investisseur australien tenu pour lui par la Banque française ;

(ii) le compte de titres de la Banque française tenu pour elle par le DCTI européen ;

(iii) le compte de titres de la Banque suisse tenu pour elle par le DCTI européen ; et

(iv) le compte de titres de la Banque de Londres tenu pour elle par la Banque suisse.

De ce fait, la question de savoir si la Banque de Londres acquiert un droit portant sur les titres crédités sur le compte de titres tenu pour elle par la Banque suisse libre de toute revendication de tiers, est régie par la loi de la Convention déterminée à l'égard de ce compte de titres (même si la Banque suisse a le droit contractuel de contre-passer le crédit si le crédit correspondant de titres sur le compte de titres de la Banque suisse tenu pour elle par le DCTI européen n'est pas réalisé ou est contre-passé). Si, selon cette loi, la Banque de Londres obtient les titres libres de toute revendication de tiers, les questions de savoir si le débit correspondant de titres du compte de titres de l'Investisseur australien et si le crédit correspondant de titres sur les comptes de titres respectifs de la Banque française et la Banque suisse tenus par le DCTI européen ont été réalisés perdent leur pertinence pour la Banque de Londres (sauf si par une stipulation contractuelle distincte, la Banque de Londres a accepté que la Banque suisse puisse contre-passer le crédit si le crédit de titres correspondant au compte de la Banque suisse est inopérant ou est contre-passé). Si par contre, selon la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de titres de la Banque de Londres, la Banque de Londres n'acquiert pas de droits plus étendus sur les titres que ceux dont la Banque suisse (ou l'Investisseur australien ou la Banque française) disposait pour les transmettre en vertu de la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de la Banque suisse (ou de l'Investisseur australien ou de la Banque française), un tribunal appliquant la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de la Banque de Londres se tournera vers la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de titres de la Banque suisse auprès du DCTI européen (ou du compte de l'Investisseur australien auprès de la Banque française ou du compte de la Banque française auprès du DCTI européen) pour déterminer de quel type de droits la Banque suisse (ou l'Investisseur australien ou la Banque française) disposait pour les transmettre à la Banque de Londres (pour les transferts passant par plusieurs intermédiaires, voir en outre les observations aux para. 4-43 et s.).

Int-32 Aujourd'hui, la grande majorité des titres dans le monde sont détenus auprès d'intermédiaires. L'intermédiation des titres répond aux besoins d'un marché mondial : elle réduit les coûts de traitement et de règlement et les risques de perte, vol et faux correspondant à un système de détention direct. Le transfert de droits portant sur des titres au moyen de simples inscriptions comptables dans les livres d'un ou plusieurs intermédiaires permet également un transfert rapide et efficace de ces droits, à l'intérieur d'un pays ou entre plusieurs pays. De ce fait, les délais de règlement-livraison ont diminué.

E. *Analyse de conflit de lois*

1. *Le besoin de règles de conflit de lois uniformes*

Int-33 Avant la Convention de La Haye sur les Titres, il n'existait pas de règle uniforme de conflit de lois pour régir des questions d'une importance pratique cruciale pour la détention et le transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire, notamment la question de leurs effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers. Ainsi, la détermination de la loi applicable à des questions telles que la nature des droits du titulaire de compte ou la nature d'un transfert entre un garant et un preneur de garantie dépendait du choix de for et des singularités de la loi qui pourrait être appliquée.

Int-34 Les incertitudes quant à l'approche à adopter pour déterminer la loi applicable donnaient lieu à des frais considérables à la charge des intervenants sur les marchés financiers (y compris les constituants de garantie, puisque les frais de recherche relatifs aux conditions d'opposabilité sont susceptibles de leur être répercutés par les preneurs de garantie). En outre, une position ne pouvant être déterminée de manière satisfaisante dans de nombreux cas, il restait une part de risque qui, étant données la taille globale des opérations concernées (approximativement deux billions de dollars américains par jour, en croissance, voir para. Int-2) et l'identité et l'importance des établissements financiers concernés, devait raisonnablement être considérée comme systémique. En conséquence, un accord sur une convention qui résoudrait ces questions de manière uniforme et rationnelle était susceptible d'apporter des avantages considérables aux acteurs et intervenants sur les marchés financiers et au système financier dans son ensemble. Notamment, une personne prenant en garantie des titres détenus auprès d'un intermédiaire a besoin de savoir quelle loi régira la création, l'opposabilité et la priorité de son droit. Cette sécurité juridique préalable est essentielle au bon fonctionnement des marchés financiers.

Int-35 La Convention de La Haye sur les Titres est une pure convention de conflit de lois. Elle n'impose donc aucune disposition de loi matérielle régissant les droits portant sur les titres et préserve les différences entre systèmes juridiques dans ce domaine (unité dans la diversité)[18] Mais pourquoi était-il nécessaire de développer une nouvelle règle de conflit de lois ? Pourquoi les démarches traditionnelles de conflit de lois ne sont-elles pas adaptées aux questions relevant du champ d'application de la Convention ? Comment la teneur des règles de conflit de lois introduites par la Convention a-t-elle évolué au cours des négociations ? Et quelle est la teneur de la disposition principale de conflit de lois finalement retenue dans la Convention ?

2. *Le principe traditionnel de la lex rei sitae*

Int-36 La règle traditionnelle pour déterminer la force exécutoire d'un transfert de propriété (qu'il s'agisse d'un transfert pur et simple ou d'un transfert à titre de garantie) ou de toute constitution d'une sûreté (avec ou sans dépossession) réalisé dans le cadre d'un système de détention directe est la *lex rei sitae* (ou *lex situs*), plus précisément désignée dans le contexte des titres comme la *lex*

[18] UNIDROIT a constitué un Groupe d'Etude pour examiner la possibilité d'harmoniser les sûretés portant sur les valeurs mobilières d'investissement dans le cadre d'un projet plus général sur les marchés financiers intitulé « Opérations sur les marchés financiers interconnectés et transnationaux – Etude LXXVIII » (voir *Draft Convention on substantive rules regarding securities held with an intermediary*) (Preliminary Discussion Draft) présenté en avril 2004 (disponible [en anglais uniquement] à l'adresse http ://www.unidroit.org). Au sein de l'Organisation des Etats Américains (OEA), il a été proposé que le développement de nouvelles règles uniformes sur les opérations transfrontalières sur titres d'investissement soit ajouté aux sujets à l'ordre du jour de la Septième Conférence Spécialisée Inter-américaine de droit international privé (CIDIP-VII) (voir à http ://www.oas.org). La Commission européenne a également engagé des travaux dans ce domaine, voir la Communication de la Commission au Conseil et au Parlement : « Compensation et Règlement-livraison dans l'Union européenne – Un plan pour avancer », adoptée le 28 avril 2004 (voir à http ://europa.eu.int/comm/internal_market/financial-markets/index_fr.htm ; dans la Communication ; voir notamment les références particulières au projet de sécurité juridique).

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

(i) Australian Investor's securities account maintained for it by French Bank;

(ii) French Bank's securities account maintained for it by European ICSD;

(iii) Swiss Bank's securities account maintained for it by European ICSD; and

(iv) London Bank's securities account maintained for it by Swiss Bank.

As a result, the question whether London Bank acquires an interest in the securities credited to the securities account maintained for it by Swiss Bank free of all adverse claims is governed by the Convention law determined with respect to that securities account (even if Swiss Bank has the contractual right to reverse the credit if the corresponding credit of securities to Swiss Bank's securities account maintained for it by European ICSD is not effective or is reversed). If under that law London Bank takes the securities free of all adverse claims, the questions whether the corresponding debit of securities to Australian Investor's securities account or the corresponding credits of securities to French Bank's and Swiss Bank's respective securities accounts maintained by European ICSD were effective become irrelevant to London Bank (unless as a separate contractual matter, London Bank has agreed that Swiss Bank may reverse the credit if the corresponding credit of securities to Swiss Bank's account is not effective or is reversed). If, on the other hand, under the Convention law determined with respect to London Bank's securities account, London Bank does not acquire rights in the securities greater than Swiss Bank (or the Australian Investor or French Bank) had to convey under the Convention law determined with respect to Swiss Bank's (or the Australian Investor's or French Bank's) account, a court applying the Convention law determined with respect to London Bank's account will look to the Convention law determined with respect to Swiss Bank's securities account with European ICSD (or Australian Investor's account with French Bank or French Bank's account with European ICSD) to determine what sort of rights Swiss Bank (or Australian Investor or French Bank) had to convey to London Bank (on transfers across several intermediaries, see the further comments in paras. 4-43 et seq.).

Int-32 Today, the vast majority of securities around the world are held with intermediaries. The system caters to the needs of a global marketplace: it reduces the processing and settlement costs and risks of loss, theft and counterfeiting associated with a direct holding system. The transfer of interests in securities by mere accounting entries on the books of one or more intermediaries also allows for a rapid and efficient disposition of those interests, both domestically and across borders. As a result, the settlement time frames have shrunk.

E. *The conflict of laws analysis*

1. *The need for uniform conflict of laws rules*

Int-33 Prior to the Hague Securities Convention there was no uniform conflict of laws rule to govern issues that are of crucial practical importance for holdings and dispositions of securities held with an intermediary, in particular their effects against the intermediary and third parties. Thus, determination of the law applicable to issues such as the nature of the account holder's entitlement or the nature of a disposition between a collateral provider and a collateral taker depended on the choice of forum and the vagaries of whatever law might be found to apply.

Int-34 Uncertainties as to the approach to be adopted for determining the applicable law lead to significant expense for market participants (including collateral providers, because the expense of investigating perfection requirements is likely to be passed on to them by collateral takers). Moreover, because the position in many cases could not be satisfactorily determined, there remained an element of risk, which, given the aggregate size of transactions involved (nearly US$2 trillion per day and growing, see para. Int-2) and the identity and importance of the relevant financial institutions, had prudently to be regarded as systemic in character. Accordingly, agreement on a convention that would produce a uniform and rational resolution of these issues was likely to bring very important benefits to market users, market participants and the financial system as a whole. In particular, a person taking a security interest in securities held with an intermediary needs to know what law will govern the creation, perfection and priority of its interest. This *ex ante* legal certainty is essential for the smooth operation of the financial markets.

Int-35 The Hague Securities Convention is a pure conflict of laws convention. Thus, it does not prescribe any rules of substantive law governing interests in securities and allows the differences among legal systems in this regard to continue to co-exist (unity in diversity).[18] But why was there a need to develop a new conflict of laws rule? Why are the traditional conflict of laws approaches not adequate for the issues falling within the Convention's scope? How did the content of the conflict of laws rules introduced by the Convention develop during the negotiations? And what is the content of the Convention's primary conflict of laws provision in its final form?

2. *The traditional* lex rei sitae *principle*

Int-36 The traditional rule for determining the enforceability of a transfer of property (whether outright or by way of security) or any grant of a security interest (whether possessory or non-possessory) effected in the direct holding system is the *lex rei sitae* (or the *lex situs*), more specifically referred to in the context of securities as the

[18] UNIDROIT has set up a Study Group to examine the possibility of harmonising security interests in investment securities as part of a wider capital markets project called *Transactions on transnational and connected capital markets – Study LXXVIII (see the Draft convention on substantive rules regarding securities held with an intermediary* (Preliminary Discussion Draft), submitted in April 2004 (available under http://www.unidroit.org). Within the Organisation of American States (OAS), it was suggested that the development of new uniform rules on cross-border investment securities transactions be added to the topics for the agenda of the Seventh Inter-American Specialized Conference on Private International law (CIDIP-VII) (see under http://www.oas.org). The European Commission has also started work in this field, see the Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Clearing and Settlement in the European Union – The way forward, adopted on 28 April 2004 (see under http://europa.eu.int/comm/internal_market/financial-markets/index_en.htm; in the Communication, see in particular the specific references to the Legal Certainty Project).

cartae sitae. Selon cette règle, l'efficacité d'un transfert de titres est déterminée selon la loi du lieu de situation des titres au moment du transfert. Dans le cas de titres au porteur (c'est-à-dire de titres représentés uniquement par des certificats matériels ou autres titres de propriété et qui n'ont été inscrits à aucun nom), elle est censée être la loi du lieu de situation des certificats représentant les titres au moment du transfert. Dans le cas de titres nominatifs, la *lex rei sitae* est soit la loi du lieu de constitution ou d'organisation de l'émetteur, soit la loi du lieu de tenue du registre au moment du transfert.

Int-37 Ces règles traditionnelles ont généralement produit un résultat clair et satisfaisant dans le cas des détentions directes de titres. En revanche, elles ne donnent pas satisfaction pour les systèmes de détention intermédiée, car elles nécessiteraient une approche qui, aux fins de détermination de la loi applicable, considère comme « transparents » les niveaux d'intermédiaires jusqu'au niveau de l'émetteur, du registre ou des titres eux-mêmes (approche dite de « transparence », « *look-through* »). Une telle approche de transparence occasionne de graves difficultés en rapport avec des titres détenus auprès d'intermédiaires, notamment si le registre n'est pas aisément identifiable à un lieu unique (par ex., s'il est électronique et alimenté par plus d'un établissement).

3. *Rejet ferme et sans ambiguïté de l'approche de « transparence » aux fins des conflits de lois*

Int-38 Aux fins des conflits de lois, la Convention rejette fermement l'approche de « transparence ». Cela est dû au fait que sur les marchés actuels il est très courant qu'un investisseur fournisse des garanties sous la forme d'un portefeuille diversifié de titres émis par des sociétés organisées selon le droit de différentes juridictions ou par divers gouvernements ou organismes gouvernementaux. Cette pratique est largement facilitée par les lois modernes sur les sûretés mobilières. Les règles fondées sur l'approche de « transparence » imposent au preneur de garantie de déterminer et d'observer les exigences d'opposabilité de la loi interne sur les sûretés mobilières de chacun des Etats dans lesquels les émetteurs des titres d'endettement ou de capital en cause sont organisés, soit une multitude d'Etats pour chaque opération de ce type. Dans le cas où le portefeuille n'est pas figé mais change de composition dans le temps, voire tous les jours ou toutes les heures (là encore, une pratique facilitée par les lois modernes sur les sûretés mobilières), il est impossible, selon ces règles de conflit de lois, pour le preneur de garantie de gérer efficacement une sûreté portant sur le portefeuille. En outre, dans de nombreux ordres juridiques, il n'est pas possible de déterminer avec certitude quelle règle doit être appliquée en vertu de l'approche de « transparence » : la loi du lieu de l'émetteur, du lieu du registre de titres, du lieu des certificats de titres sous-jacents, la loi de l'intermédiaire au niveau le plus élevé ou de tout autre intermédiaire ? Enfin, même si le preneur de garantie sait effectivement quel critère appliquer, il n'est souvent pas possible d'obtenir les renseignements nécessaires pour appliquer le critère. Par exemple, un investisseur détenant des titres à travers plusieurs niveaux d'intermédiaires peut ne pas être en mesure de découvrir le lieu de conservation réelle des certificats.

Int-39 A l'égard de nombreux systèmes de détention intermédiée, des règles de conflit fondées sur l'approche de « transparence » peuvent également présenter d'autres difficultés théoriques et pratiques. Lorsque les droits sur les titres sont détenus dans un compte fongible (« collectif » ou « omnibus »), il n'y a généralement aucun enregistrement des droits d'un titulaire de compte individuel portant sur les titres sous-jacents au niveau du registre de l'émetteur ou d'un intermédiaire autre que l'intermédiaire avec lequel l'investisseur est en rapport direct. Ainsi, si une personne (par ex., un preneur de garantie ou un créancier saisissant) revendiquant un droit sur les titres de l'investisseur cherchait à faire exécuter son droit à l'un des niveaux plus élevés d'un système de détention intermédiée (le propriétaire inscrit (par ex., un DCT) constituant le niveau le plus élevé et la relation de l'investisseur avec l'intermédiaire étant le plus bas), la réponse serait généralement que le droit de l'investisseur n'est enregistré à aucun des niveaux supérieurs et que, par conséquent, la revendication serait sans objet. En outre, la difficulté de faire correspondre la réception de titres par un intermédiaire avec des titres crédités sur le compte d'un client particulier est exacerbée par l'effet de la compensation (*netting*) multilatérale dans les systèmes de compensation.

Int-40 Il convient d'ajouter que le rejet de la démarche de transparence aux fins des conflits de lois n'a aucun effet sur une quelconque « transparence » qui serait éventuellement nécessaire aux fins de la loi matérielle. Comme indiqué précédemment (voir les observations au para. Int-22), dans certains systèmes, les droits du titulaire de compte résultant du crédit de titres à un compte de titres sont considérés comme une forme de droit de propriété retraçable jusqu'aux titres individuels. Dans nombre de ces ordres juridiques, les intermédiaires entre un titulaire de compte et l'émetteur n'ont aucune importance juridique et les droits du titulaire de compte sont l'équivalent fonctionnel de ceux d'un propriétaire direct. Ainsi, les droits du titulaire de compte peuvent comprendre le droit de faire exécuter les titres directement à l'encontre de l'émetteur, le titulaire de compte peut être considéré comme le propriétaire direct des titres, ou le titulaire de compte peut avoir la faculté ou l'obligation de se faire inscrire comme propriétaire à titre nominatif dans les registres de l'émetteur.

4. *L'approche du lieu de l'intermédiaire pertinent (PRIMA – Place of the Relevant Intermediary Approach)*

Int-41 Compte tenu de ces difficultés élémentaires liées à l'approche de « transparence » du point de vue du conflit de lois, il a été initialement proposé que le facteur de rattachement principal de la règle de conflit de lois de la Convention devait se concentrer sur le lieu du compte auquel le droit sur les titres est crédité, c'est-à-dire le compte tenu par l'intermédiaire immédiat – ou pertinent – de l'investisseur, ou le lieu de situation de l'établissement tenant ce compte. Ce concept a été désigné comme l'approche du lieu de l'intermédiaire pertinent (PRIMA – *Place of the Relevant Intermediary Approach*). Il a été conçu en vue de traduire le principe fondamental selon lequel, pour des titres détenus auprès d'un intermédiaire, la loi applicable aux effets, à l'encontre de l'intermédiaire et des tiers, de la détention et d'un transfert de ces titres est déterminée par le lieu de l'établissement de l'intermédiaire auprès duquel le compte est tenu, sans tenir compte de tout intermédiaire aux niveaux supérieurs ou de l'émetteur d'un titre, c'est-à-dire sans regarder à travers la chaîne d'intermédiaires.

Int-42 Le principal avantage de cette approche est qu'elle soumet la totalité des droits d'un titulaire de compte à l'égard d'un portefeuille de titres, et toutes les opérations concernant ces droits, à la loi d'une seule juridiction, même lorsque les émetteurs, registres, certificats constituant la preuve de l'existence des titres sous-jacents, ou de possibles intermédiaires aux niveaux supérieurs, sont situés dans des pays différents.

Int-43 La référence au lieu de l'intermédiaire pertinent impliquait qu'il fallait déterminer un lieu unique de l'in-

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

lex cartae sitae. Under this rule, the effectiveness of a transfer of securities is determined by the law of the place where the securities are located at the time of the transfer. In the case of bearer securities (*i.e.*, securities which are represented solely by physical certificates or other documents of title and which are not registered in any name), this is taken to be the law of the place of the certificates representing the securities at the time of transfer. In the case of registered securities, the *lex rei sitae* is either the law of the place of the issuer's incorporation or organisation or the law of the place where the register is maintained at the time of transfer.

Int-37 These traditional approaches have generally produced a clear and satisfactory result in relation to direct holdings of securities. They are, however, unsatisfactory in relation to holding systems that involve intermediaries as they would require an approach that, for purposes of determining the applicable law, 'looks through' tiers of intermediaries to the level of the issuer, register or actual certificates (the 'look-through' approach). Such a 'look-through' approach gives rise to severe difficulties in relation to securities held with intermediaries, particularly if the register is not easily identifiable with a single location (*e.g.*, when it is electronic and serviced by more than one office).

3. *Firm and unambiguous rejection of the 'look-through approach' for conflict of laws purposes*

Int-38 For conflict of laws purposes, the Convention firmly rejects the 'look-through' approach. This is because in today's markets, it is very common for investors to provide collateral in the form of diversified portfolios of securities issued by companies organised under the laws of a number of different jurisdictions or by various government and governmental agencies, a practice greatly facilitated by modern movables security laws. Rules based on a 'look through' approach compel the collateral taker to determine and satisfy the perfection requirements of the domestic movables security law for each of the States where the issuers of the particular debt or equity securities are organised, a multitude of States for each such transaction. In the situation where the portfolio is not static but changes composition over time or even daily or hourly (again, a practice greatly facilitated by modern movables security laws), it is impossible, under such conflict of laws rules, for the collateral taker efficiently to manage a security interest in the portfolio. In addition, in many jurisdictions it is uncertain exactly which of the rules based on a 'look through' approach should be applied: the law of the place of the issuer, the place of the securities register, the place of the underlying security certificates, the law of the highest-tier intermediary or any other intermediary? Finally, even if the collateral taker did know which test to apply, it is often not possible to obtain the information necessary to apply the test. For example, an investor holding securities through various tiers of intermediaries may not be able to discover where the certificates are actually stored.

Int-39 In relation to many intermediated holding systems, conflict rules based on a 'look through' approach can also present other conceptual and practical problems. Where interests in securities are held in a fungible ('omnibus') account, there is typically no record of an individual account holder's interest in the underlying securities at the level of the issuer's register or that of any intermediary other than the intermediary with whom the investor has a direct relationship. Thus, if a person (*e.g.*, a collateral taker or a levying creditor), asserting a claim against the investor's interest in respect of the securities, were to try to enforce that claim at any of the higher levels in the multi-tiered holding system (with the record owner (*e.g.*, a CSD) being the top tier and the investor's relationship with its intermediary being the bottom tier), the response would typically be that at each upper-tier level no record exists of any interest of the investor against which the claim could be pursued. Moreover, the difficulty of matching an intermediary's receipt of securities to any securities credited to a particular customer's account is exacerbated by the effect of multilateral netting in clearing systems.

Int-40 One should add that the rejection of the look-through approach for conflict of laws purposes has no impact on any 'look-through' that may be necessary for substantive law purposes. As already mentioned (see comments in para. Int-22), in some systems, the account holder's rights resulting from the credit of securities to a securities account are characterised as a form of property right traceable to individual securities. In many of these legal systems intermediaries standing between an account holder and the issuer have no legal significance and the account holder's rights are the functional equivalent of those of a direct owner. Thus, the account holder's rights may include the right to enforce the securities directly against the issuer, the account holder may be treated as the direct owner of the securities or the account holder may be permitted or required to be recorded as the registered owner on the issuer's books.

4. *The Place of the Relevant Intermediary Approach (PRIMA)*

Int-41 Against the background of these elementary difficulties of the 'look-through' approach from a conflict of laws perspective, it was initially suggested that the connecting factor of the Convention's primary conflict of laws rule should focus on the location of the account to which the interest in the securities is credited, that is, the account maintained by the investor's immediate – or relevant – intermediary or the location of the office maintaining such account. This concept was described as Place of the Relevant Intermediary Approach (PRIMA). It was designed to reflect the fundamental principle that, in relation to securities held with an intermediary, the law applicable to the effects against the intermediary and third parties of holdings and dispositions of such securities is determined by the place of the office of the intermediary with which the account is maintained, without consideration of any higher-tier intermediary or the issuer of a security, that is, without 'looking-through' the chain of intermediaries.

Int-42 The major advantage of this approach is that it subjects all of an account holder's interest with respect to a portfolio of securities, and all dealings with that interest, to the law of one single jurisdiction, even where issuers, registers, certificates evidencing the underlying securities, or any higher-tier intermediaries are situated in different countries.

Int-43 The reference to the place of the relevant intermediary suggested that a single situs of the relevant interme-

termédiaire pertinent ou du compte de titres qu'il tient pour le titulaire de compte. L'historique des négociations ayant mené à la Convention a, cependant, clairement fait apparaître qu'il n'existe aucun critère – généralement acceptable à l'échelle mondiale pour la grande majorité des opérations – permettant de déterminer de manière précise et dépourvue de toute ambiguïté le lieu d'un compte de titres ou de l'établissement d'un intermédiaire tenant un compte de titres particulier. Une attention toute particulière a été accordée à la possibilité d'utiliser des obligations fiscales, comptables ou d'information réglementaire afin de déterminer le lieu d'un compte de titres ou de l'établissement tenant un compte de titres. Dans certains Etats, les intermédiaires peuvent être tenus d'attribuer un code à chaque compte de titres qui l'affecte réellement à un établissement particulier aux fins de comptabilité ou de déclaration réglementaire ou fiscale. Cette démarche a finalement été rejetée à l'unanimité. Tout d'abord, les obligations fiscales, comptables et d'information réglementaire ne sont pas du tout universelles et peuvent constituer l'exception plutôt que la règle. Certains Etats disposent de règles comptables précises pour les éléments d'actif et de passif apparaissant au bilan d'un intermédiaire, mais beaucoup n'ont pas de telles règles pour les comptes de titres qui ne figurent pas au bilan de l'intermédiaire. Ensuite, les règles comptables, fiscales et de déclaration réglementaire sont fondées sur des considérations qui n'ont pas nécessairement de rapport avec les questions de droit privé concernant l'activité mondiale de conservation, de compensation et de règlement-livraison des titres. Aussi, serait-il tout à fait arbitraire d'utiliser, en vue de déterminer la loi applicable à une transaction d'affaires sans rapport, l'affectation d'un compte de titres à un établissement particulier effectuée à des fins comptables ou pour les besoins d'une déclaration réglementaire ou fiscale. Cela est particulièrement vrai à la lumière du fait que tout ou partie des fonctions qu'impliquent la tenue d'un compte de titres et les services correspondants sont de plus en plus souvent réalisés par plus d'un établissement ou sont exécutés par des sous-traitants situés dans des lieux différents.

Int-44 Dans la négociation mondiale moderne, les diverses activités qu'implique la tenue de comptes de titres sont en effet souvent dispersées entre des établissements situés dans plusieurs pays. A titre d'illustration, supposons qu'un intermédiaire constitué selon la loi de l'état de New York convienne avec son client que le compte de titres du client est tenu à Tokyo, parce que c'est là que le compte a été ouvert initialement et que le premier crédit de titres sur le compte a été effectué. L'intermédiaire envoie tous les relevés de compte au client à partir d'un bureau à Dublin. Le client reçoit des dividendes administrés et envoyés depuis un bureau à Hongkong et obtient des informations quant à l'état du compte auprès d'un bureau proche de l'établissement principal du client à Singapour. Toutes les opérations de l'intermédiaire relatives à chacun de ses comptes de titres (y compris les inscriptions effectuées) sont sauvegardées et suivies par deux systèmes informatiques distincts dirigés respectivement depuis ses établissements de New Delhi et de San Francisco. Enfin, le client accède régulièrement aux renseignements concernant le compte de titres pertinent à partir d'un ordinateur portable pendant ses déplacements dans le monde entier.

Int-45 Dans une telle situation, si le critère de détermination de la loi applicable était le lieu de situation du compte de titres ou le lieu de situation de l'établissement où le compte de titres est tenu, aucune certitude ne pourrait être obtenue et un tel critère serait une invitation au contentieux, exigeant des tribunaux de procéder à un examen approfondi des faits. Les risques et charges que cela représente pour un preneur de garantie potentiel apparaissent aisément.

Int-46 Dans ce contexte, il est apparu au cours des négociations que la Convention devait aller au-delà de la formulation initiale du principe PRIMA afin de conférer l'indispensable, c'est-à-dire la certitude juridique et la prévisibilité préalables. Elle l'a fait par deux moyens : (i) elle a abandonné l'idée visant à attribuer un « lieu » à un intermédiaire ou à un compte de titres et l'a remplacée par une approche donnant effet à un accord exprès entre un titulaire de compte et son intermédiaire au sujet de la loi applicable, et (ii) elle a ajouté une condition « d'établissement conforme ». Ce faisant, elle reflète le rejet général de règles fondées sur la *lex rei sitae* ou toute approche de « transparence », retenant la notion d'intermédiaire pertinent et se concentrant sur la relation entre un titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent à l'égard d'un compte de titres particulier.

5. *Le fondement du rattachement principal de la Convention : un accord exprès entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent sur la loi applicable*

Int-47 Le rattachement principal prévu par la Convention (art. 4(1)) n'est fondé sur aucune tentative de localisation d'un compte de titres, de l'établissement tenant le compte de titres, de l'émetteur ou des titres sous-jacents. La règle principale de la Convention est plutôt fondée sur la relation entre un titulaire de compte et son intermédiaire : elle permet aux parties à une convention de compte de convenir expressément de la loi régissant toutes les questions relevant du champ d'application de la Convention. Ce choix peut être exprimé de deux façons : si les parties conviennent expressément d'une loi régissant leur convention de compte (clause d'élection de droit générale), cette loi régit également toutes les questions relevant du champ d'application de la Convention. Si toutefois le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent conviennent expressément que la loi d'un Etat particulier régira toutes les questions relevant du champ d'application de la Convention, cette loi régit toutes ces questions (qu'il y ait ou non aussi un choix d'une loi distincte pour régir le compte de titres en général). Le choix de loi effectué par les parties ne produira cependant ses effets que si, au moment de l'accord sur la loi applicable, l'intermédiaire pertinent dispose d'un établissement (un « établissement conforme ») dans l'Etat choisi qui, soit seul ou soit avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou un tiers agissant pour le compte de l'intermédiaire pertinent, remplit certaines fonctions relatives aux comptes de titres (mais pas nécessairement au compte particulier en question), ou est identifié, par tout moyen spécifique, comme tenant des comptes de titres dans cet Etat (mais pas nécessairement le compte particulier en question).

Int-48 L'article 4(1) traduit une décision de politique de formuler une règle de conflit de lois qui réduit les risques, promeut la constitution et l'investissement des capitaux, correspond aux pratiques existantes et prévisibles du marché, est pratique et efficace, et permet aux intervenants sur les marchés financiers de déterminer par avance quelle loi régit toutes les questions relevant du champ d'application de la Convention, conférant ainsi une certitude et une prévisibilité préalables pour le plus grand nombre d'opérations. A la lumière du fonctionnement actuel des marchés et de l'état du droit et de la réglementation, aucune des alternatives envisagées et rejetées n'aurait offert le niveau de sécurité juridique préalable, de simplicité, de logique et de clarté qu'apporte la règle de l'article 4(1).

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

diary or the securities account it maintains for the account holder had to be determined. The history of the negotiations leading to the Convention clearly revealed, however, that there is no criterion – generally acceptable on a global basis for the vast majority of transactions – to precisely and unequivocally determine the location of a securities account or the office of an intermediary that maintains a specific securities account. Particular consideration was given to the possibility of using tax, regulatory reporting or accounting requirements to determine the location of a securities account or the office maintaining a securities account; in certain States, intermediaries may be required to assign a code to each securities account that effectively allocates it to a particular office for tax, regulatory reporting or accounting purposes. This approach was eventually unanimously rejected. First, such tax, regulatory reporting or accounting requirements are by no means universal and may be the exception rather than the rule. Some States have comprehensive accounting rules for assets and liabilities that appear on an intermediary's balance sheet, but many do not have such rules for securities accounts that do not appear on the intermediary's balance sheet. Secondly, accounting, regulatory, and tax rules are based on considerations that are not necessarily related to the private law issues involving the global business of securities custody, clearing and settlement. Consequently, to use the allocation of a securities account to a particular office for tax, regulatory reporting or accounting purposes to determine the applicable law for an unrelated business purpose would be quite arbitrary. This is particularly true in light of the reality that some or all of the functions involved in the maintenance and servicing of a securities account are increasingly being undertaken from more than one office or outsourced to third parties in several locations.

Int-44 In modern global trading, the various activities involved in the maintenance of securities accounts are indeed often dispersed among offices in different countries. By way of illustration, assume an intermediary incorporated under the laws of the State of New York agreed with its client that the client's securities account is maintained in Tokyo because it is the place where the account was initially opened and where the first credit of securities to the account was effected. The intermediary sends all its account statements to the client from an office in Dublin. The client receives dividends administered and sent from an office in Hong Kong and obtains advice as to the ongoing status of the account from an office near the client's main office in Singapore. All the intermediary's operations relating to each of its securities accounts (including the entries effectuated) are backed-up and monitored by two separate computer systems run from its New Delhi and San Francisco offices respectively. Finally, the client regularly accesses the information relating to the relevant securities account from a laptop while travelling around the world.

Int-45 In such a situation, if the criterion for determining the applicable law were the location of the securities account or the location of the office where the securities account is maintained, no certainty could be achieved and such a test would invite litigation in which courts would be required to make fact-intensive inquiries. The risks and burdens presented to a potential collateral taker are readily apparent.

Int-46 Against this background, it became apparent in the course of the negotiations that the Convention had to move beyond the initial formulation of the PRIMA principle in order to provide the necessary *ex ante* legal certainty and predictability. It did this in two ways: (i) it abandoned the focus on attributing a "location" to an intermediary or a securities account and replaced it with an approach giving effect to an express agreement on governing law between an account holder and its intermediary and (ii) it added a Qualifying Office requirement. In doing so, it adhered to the agreed rejection of rules based on *lex rei sitae* or any look-through approach, retaining the notion of the relevant intermediary and focusing on the relationship between an account holder and the relevant intermediary with respect to a particular securities account.

5. *The basis for the Convention's primary rule: an express choice of law agreement between the account holder and the relevant intermediary*

Int-47 The Convention's primary conflict of laws rule (Art. 4(1)) is not based on any attempt to 'locate' a securities account, the office that maintains a securities account, the issuer, or the underlying securities. Rather, the Convention's primary rule is based on the relationship between an account holder and its intermediary: it allows the parties to an account agreement to expressly agree on the law governing all the issues falling within the scope of the Convention. This choice may be expressed in either of two ways: If the parties expressly agree on a law governing their account agreement (general governing law clause), that law also governs all the issues falling within the scope of the Convention; if, however, the account holder and its relevant intermediary expressly agree that the law of a particular State will govern all the issues falling within the scope of the Convention, that law governs all these issues (whether or not there is also a separate choice of law to govern the account agreement generally). The parties' choice of law, however, will be effective only if, at the time of the agreement on governing law, the relevant intermediary has an office ('Qualifying Office') in the selected State which, alone or with another office of the intermediary or a third party acting for the relevant intermediary, serves certain functions relating to securities accounts (though not necessarily the particular account in question), or is identified, by any specific means, as maintaining securities accounts in that State (though not necessarily the particular account in question).

Int-48 Article 4(1) reflects a policy decision to formulate a conflict of laws rule that reduces risk, promotes capital formation and investment, reflects existing and foreseeable market practice, is practical and efficient, and permits market participants to determine in advance which law governs all the issues falling within the scope of the Convention, providing *ex ante* legal certainty and predictability for the largest number of transactions. Under current market, legal and regulatory conditions, none of the alternatives considered and rejected would have provided the degree of *ex ante* legal certainty, simplicity, logic and clarity that the rule in Article 4(1) provides.

III. Principaux éléments de la Convention

Int-49 La Convention de La Haye sur les Titres est une pure convention de conflit de lois. Elle n'impose aucune modification des dispositions existantes ou futures du droit matériel.

Int-50 L'objectif fondamental de la Convention est de conférer certitude juridique et prévisibilité quant à la loi régissant des questions d'une importance pratique cruciale pour les détentions et transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire, notamment leurs effets à l'encontre de l'intermédiaire et des tiers. Cet objectif est atteint par la création d'un régime uniforme de conflit de lois (art. 4, 5 et 6) remplaçant toutes règles nationales de conflit dans ce domaine et apportant aux parties la plus solide assurance possible quant à la détermination de la loi matérielle applicable à leur situation particulière.

Int-51 La Convention ne s'applique qu'en relation avec des titres détenus auprès d'un intermédiaire, quelle que soit la qualification, selon la loi applicable, des droits résultant d'un crédit de titres à un compte de titres et que le titulaire de compte soit traité selon la loi applicable comme étant le titulaire direct des titres sous-jacents ou ait le droit de faire exécuter les titres à l'encontre de l'émetteur directement, ou non. Ainsi, jusqu'à ce que les titres entrent dans le système de détention intermédiée en étant crédités à un compte de titres, la Convention ne s'y applique pas. Les questions portant sur les titres détenus directement (voir para. Int-24) sont en dehors du champ d'application de la Convention. La seule exception est celle prévue à l'article 1(4) qui étend la portée du terme d'intermédiaire (l'art. 1(4), à son tour, est soumis à la réserve de l'art. 1(5) ; voir les observations aux para. 1-37 et s.).

Int-52 Le terme « titres » (art. 1(1)(a)) englobe tous les instruments et actifs de nature financière (autres que les espèces) et susceptibles d'être portés au crédit d'un compte de titres. Il importe peu que les titres soient au porteur ou nominatifs, et qu'ils soient représentés par des certificats ou dématérialisés. Le terme englobe tous les types de titres d'endettement ou de capital.

Int-53 La Convention s'applique chaque fois qu'une situation impliquant des titres détenus auprès d'un intermédiaire est reliée d'une manière quelconque à plus d'un Etat (art. 3). Cette disposition est d'ampleur délibérément extensive, et le domaine d'application de la Convention n'est pas limité par des concepts traditionnels portant sur le caractère international d'une situation.

Int-54 La loi de la Convention (c'est-à-dire la loi déterminée selon le régime de conflit de lois de la Convention aux art. 4, 5 et 6) s'applique à toutes les questions énumérées dans la liste exhaustive mais très étendue et d'une formulation délibérément très large de l'article 2(1). Une question non visée à l'article 2(1) ne relève pas du champ d'application de la Convention, et n'est donc pas régie par la loi matérielle déterminée par application des règles de la Convention figurant dans les articles 4 ou 5.

Int-55 Les questions de l'article 2(1) comprennent notamment la nature juridique et les effets à l'encontre de l'intermédiaire et des tiers de droits résultant d'un crédit de titres à un compte de titres, ainsi que la loi régissant la nature juridique et les effets à l'encontre de l'intermédiaire et des tiers d'un transfert de titres. La loi de la Convention régit la qualification (si d'un quelconque intérêt selon cette loi matérielle) contractuelle ou non des droits résultant d'un crédit de titres à un compte de titres (voir les observations au para. 2-30).

Int-56 La Convention détermine également la loi applicable aux conditions d'opposabilité d'un transfert et la question de savoir si un droit éteint ou prime sur le droit d'une autre personne. La loi déterminée par la Convention régira entre autres la priorité entre (i) une personne ayant acquis un droit portant sur les titres de bonne foi, à titre onéreux et sans avoir été avisée d'une revendication de tiers (un « acquéreur de bonne foi » ou « acheteur protégé ») et (ii) un tiers revendicateur.

Int-57 En outre, la loi de la Convention régira également la question de savoir si un intermédiaire est soumis à des obligations envers une personne autre que le titulaire de compte faisant valoir, concurremment avec le titulaire de compte ou une autre personne, un droit portant sur des titres détenus auprès de cet intermédiaire. Cela comprend la question de savoir si les saisies dites « à un niveau supérieur » *(upper-tier attachments)* sont autorisées (c'est-à-dire les saisies des droits d'un titulaire de compte à un niveau supérieur à celui de son propre intermédiaire).

Int-58 Les conditions de la réalisation de droits portant sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire sont également régies par la loi déterminée par la Convention. Enfin, cette loi régit la question de savoir si un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire recouvre les droits aux dividendes, revenus ou autres distributions, ou aux remboursements, produits de cession ou autres produits.

Int-59 La Convention ne détermine pas la loi applicable aux questions ne relevant pas de l'article 2(1), par exemple, les droits de nature purement contractuelle ou autrement purement personnelle entre un titulaire de compte et son intermédiaire *inter se* tels que la teneur et la fréquence des relevés de compte, le niveau de diligence de l'intermédiaire dans la tenue des comptes de titres, les risques de perte, les heures-limites de délivrance d'instructions, et autres semblables. De même, la loi de la Convention ne recouvre pas les questions ayant trait à un transfert de titres et ne relevant pas de l'article 2(1) telles que le nombre et le type de titres devant être transférés ou le prix des titres. Enfin, la Convention ne détermine pas la loi applicable aux droits et obligations d'un émetteur de titres ou de l'agent de registre ou de transfert d'un émetteur. Cette exclusion englobe les obligations d'un émetteur à l'égard de toutes opérations sur titres, y compris les droits de vote, les droits aux dividendes et droits à l'enregistrement, et les droits d'un émetteur de définir les mesures nécessaires à la bonne exécution d'un billet, obligation ou autre titre d'endettement. Enfin, la Convention n'a aucun effet sur les dispositifs réglementaires concernant l'émission ou la négociation de titres, les exigences réglementaires mises à la charge des intermédiaires ou mesures d'exécution prises par les régulateurs.

Int-60 Selon le rattachement principal de la Convention (art. 4), la loi applicable est déterminée sur le fondement d'un accord exprès de loi d'autonomie entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent, si cet accord est articulé de l'une des deux manières suivantes : si un titulaire de compte et son intermédiaire pertinent conviennent expressément que la loi d'un Etat particulier[19] régira leur convention de compte, cette loi régira également toutes les questions de l'article 2(1). Cependant, si le titulaire de compte et son intermédiaire pertinent conviennent expressément que la loi d'un Etat particulier régira toutes les questions de l'article 2(1), cette loi régit toutes ces questions, qu'il y ait ou non un choix de loi distinct devant régir la convention de compte. Les parties peuvent conve-

[19] Par concision, le terme « Etat » comprend les unités territoriales d'un Etat à plusieurs unités territoriales le cas échéant.

III. Key features of the Convention

Int-49 The Hague Securities Convention is a pure conflict of laws convention. It does not impose any changes on existing or future substantive law.

Int-50 The Convention's fundamental goal is to provide legal certainty and predictability as to the law governing issues that are of crucial practical importance for holdings and dispositions of securities held with an intermediary, in particular their effects against the intermediary and third parties. This purpose is achieved by the creation of a uniform conflict of laws regime (Arts. 4, 5 and 6) that displaces any national conflict rules in this matter and that provides the parties with the highest possible assurance as to which substantive law is applicable in their specific situation.

Int-51 The Convention applies only to issues relating to securities held with an intermediary, regardless of how the rights resulting from a credit of securities to a securities account are classified under applicable law or whether the account holder would be treated as the direct holder of the underlying securities or have the right to enforce the securities directly against the issuer under applicable law. Thus, until securities have entered the intermediated system by being credited to a securities account, the Convention does not apply to them. Matters relating to directly held securities (see para. Int-24) are outside the Convention's scope. The sole exception is that provided by Article 1(4) which extends the meaning of intermediary (Art. 1(4), in turn, is qualified by Art. 1(5); see comments in paras. 1-37 *et seq.*).

Int-52 The term securities (Art. 1(1)(a)) encompasses all instruments and assets that are financial in nature (other than cash) and which may be credited to a securities account. It does not matter whether the securities are in bearer or registered form and whether they are represented by a certificate or dematerialised. The term encompasses all types of debt and equity securities.

Int-53 The Convention applies whenever a situation involving securities held with an intermediary relates in any way to more than one State (Art. 3). This provision is deliberately very broad, and the Convention's sphere of application is not limited by traditional notions of internationality.

Int-54 The Convention law (*i.e.*, the law determined by the Convention's conflict of laws regime in Arts. 4, 5 and 6) applies to all the issues enumerated in the exhaustive but very broad and intentionally very generally worded list in Article 2(1). An issue not specified in Article 2(1) does not fall within the Convention's scope and, therefore, is not governed by the substantive law determined by application of the Convention rules contained in Articles 4 or 5.

Int-55 The Article 2(1) issues include in particular the legal nature and effects against the intermediary and third parties of rights resulting from a credit of securities to a securities account, as well as the law governing legal nature and effects against the intermediary and third parties of a disposition of securities. The Convention law governs the classification (if of any relevance under that substantive law) as contractual or not of the rights resulting from a credit of securities to a securities account (see comments in para. 2-30).

Int-56 The Convention also determines the law applicable to the perfection requirements of a disposition and whether an interest extinguishes or has priority over another person's interest; the law determined by the Convention will govern, inter alia, the priority between (i) a person who acquired an interest in securities in good faith, for value and without notice of an adverse claim (a so-called "bona fide purchaser" (BFP) or "protected purchaser") and (ii) an adverse claimant.

Int-57 Further, the Convention law also governs whether an intermediary has any duties to a person other than the account holder who asserts, in competition with the account holder or another person, an interest in securities held with that intermediary. This includes the question whether so-called upper-tier attachments are permissible (*i.e.*, attachments of an account holder's interest at a level above that of its own intermediary).

Int-58 The requirements for the realisation of an interest in securities held with an intermediary are also governed by the Convention law. Finally, the Convention law governs whether a disposition of securities held with an intermediary extends to entitlements to dividends, income, or other distributions, or to redemption, sale or other proceeds.

Int-59 The Convention does not determine the law applicable to matters not falling within Article 2(1), for example, such purely contractual or other purely personal rights between an account holder and its intermediary *inter se* as the content and frequency of account statements, the intermediary's standard of care in maintaining securities accounts, risk of loss, deadlines in giving instructions, and the like. Similarly, the Convention law does not extend to matters related to a disposition of securities not falling within Article 2(1) such as the number and type of securities to be disposed or the price for the securities. Finally, the Convention does not determine the law applicable to the rights and duties of an issuer of securities or of an issuer's registrar or transfer agent. This exclusion encompasses the duties of an issuer with respect to all corporate actions, including voting rights, dividend rights and registration rights, and the rights of an issuer to define the steps for achieving good discharge of a note, bond or other debt security. Finally, the Convention has no impact on regulatory schemes relating to the issue or trading of securities, regulatory requirements placed on intermediaries, or enforcement actions taken by regulators.

Int-60 Under the Convention's primary rule (Art. 4), the applicable law is determined on the basis of an express governing law agreement between the account holder and the relevant intermediary, if that agreement is articulated in either of two ways: If an account holder and its relevant intermediary expressly agree that the law of a particular State[19] will govern their account agreement, that law also governs all the Article 2(1) issues; if, however, the account holder and its relevant intermediary expressly agree that the law of a particular State will govern all the Article 2(1) issues, that law governs all these issues, whether or not there is also a separate choice of a law to govern the account agreement. The parties may expressly

[19] For brevity, the expression "State" includes territorial unit of a Multi-unit State where applicable.

nir expressément de faire régir toutes les questions de l'article 2(1) par la loi d'un Etat et régir la convention de compte par celle d'un autre Etat. Cependant, la loi de la Convention s'applique à *toutes* les questions de l'article 2(1). Il n'est pas possible qu'une loi régisse certaines de ces questions et qu'une autre loi régisse les autres questions. Les parties n'ont pas non plus la faculté de choisir une loi qui ne régirait que certaines des questions de l'article 2(1)[20].

Int-61 La loi choisie par les parties à la convention de compte ne s'applique que si l'intermédiaire pertinent dispose, au moment de l'accord sur la loi applicable, d'un établissement (« établissement conforme ») dans l'Etat dont la loi est désignée et qui, soit seul, soit avec d'autres établissements ou un tiers (qui n'est pas nécessairement situé dans l'Etat choisi), remplit certaines fonctions relatives à la tenue des comptes de titres (mais pas nécessairement du compte particulier en cause), ou qui est identifié par tout moyen spécifique comme tenant des comptes de titres dans cet Etat (mais pas nécessairement le compte particulier en cause).

Int-62 Si le rattachement principal ne s'applique pas, soit parce que les parties ont expressément choisi une loi applicable mais que la condition d'établissement conforme n'est pas remplie, soit parce qu'elles n'ont pas effectué de choix exprès dans leur convention ou n'ont jamais conclu une quelconque convention de compte (voir para. 5-7), la Convention prévoit trois rattachements subsidiaires sous forme de cascade (art. 5). Ces facteurs de rattachements subsidiaires sont (dans l'ordre) : la loi du lieu de l'établissement identifié expressément et sans ambiguïté dans une convention de compte écrite comme étant l'établissement par lequel l'intermédiaire pertinent a conclu cette convention de compte (art. 5(1)) ; la loi du lieu de constitution ou d'organisation de l'intermédiaire pertinent (art. 5(2)) ; et la loi du (principal) lieu d'activité de l'intermédiaire pertinent (art. 5(3)).

Int-63 Les articles 4 et 5 doivent être appliqués indépendamment à l'égard de chaque compte de titres (c'est-à-dire à chaque relation entre un titulaire de compte et son intermédiaire pertinent). Ainsi, les dispositions de conflit de lois de la Convention n'assureront pas, voire n'entraîneront pas couramment, l'application d'une loi unique, régissant l'ensemble des questions mentionnées à l'article 2(1), à l'égard de tous les comptes de titres impliqués dans des transferts de titres impliquant une chaîne d'intermédiaires (voir les para. 4-43 et s.).

Int-64 L'article 6 indique une liste de facteurs dont il ne peut pas être tenu compte pour déterminer la loi applicable selon la Convention.

Int-65 L'article 7 détermine l'impact éventuel d'une modification apportée à une convention de compte si la conséquence de la modification consiste en ce que la loi applicable en vertu de la Convention passe de la loi d'un Etat, déterminée en vertu soit de l'article 4(1) soit de l'article 5, à la loi d'un autre Etat, déterminée en vertu de l'article 4(1). Le principe est que la « nouvelle loi » régit toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard de tout droit portant sur des titres crédités antérieurement ou par la suite sur le compte de titres régi par la convention de compte modifiée (art. 7(3)), sous réserve d'exceptions relatives à des questions spécifiées destinées à protéger certains droits portant sur des titres, acquis avant la modification par une personne n'ayant pas consenti au changement (voir art. 7(4) qui est examiné en détail aux para. 7-16 et s.). Il est prévu que l'article 7 ne sera que rarement mis en jeu car le type de modifications auquel il s'appliquerait devrait être peu fréquent.

Int-66 La Convention dispose à l'article 8(1) qu'en dépit de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité, la loi de la Convention reste applicable à toutes les questions de l'article 2(1) en ce qui concerne les faits antérieurs à l'insolvabilité. Un droit acquis avant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité, selon la loi applicable en vertu de la Convention, devra être reconnu dans le cadre de la procédure d'insolvabilité. Le tribunal ou administrateur de l'insolvabilité ne pourra donc pas refuser la reconnaissance du droit ou de son opposabilité du seul fait que ce droit n'a pas (également) été créé ou rendu opposable conformément à la *lex concursus*. En vertu de l'article 8(2), cependant, il revient à la *lex concursus* de déterminer les effets de ces droits, c'est-à-dire la mesure dans laquelle ils peuvent être utilisés dans le cadre de la procédure d'insolvabilité. Les règles relatives à l'insolvabilité restent donc applicables, et par exemple, un nantissement rendu opposable au cours de la période suspecte pourra être invalidé à titre « d'avantage particulier » ou de « cession frauduleuse », et la priorité antérieure à l'insolvabilité pourra être écartée par une règle d'insolvabilité relative à l'ordre de priorité des créances.

Int-67 La loi déterminée par la Convention est la loi applicable, qu'elle soit ou non la loi d'un Etat contractant (art. 9). En outre, la Convention ne laisse aucune latitude pour le renvoi au sens traditionnel du droit international privé : la loi applicable déterminée par la Convention ne vise que les dispositions du droit matériel, et non les règles de conflit de lois (art. 10 ; voir cependant les para. Int-71 et Int-72).

Int-68 L'article 11 limite soigneusement les motifs d'un refus judiciaire d'appliquer la loi déterminée comme étant applicable en vertu soit de l'article 4 soit de l'article 5 de la Convention. L'article 11(1) établit une exception traditionnelle d'ordre public (*public policy*) à l'application de la loi déterminée par la Convention. L'article 11(2) dispose que la Convention ne porte pas atteinte à l'application des règles matérielles du for qui doivent être appliquées quel que soit le droit applicable (c'est-à-dire qui sont « impératives » au sens du droit international privé). Cependant, l'article 11(3) précise que même l'exception d'ordre public et l'exception de lois de police du for ne peuvent pas être utilisées pour imposer des conditions portant sur l'opposabilité ou relatives à l'ordre de priorité entre droits en concurrence, sauf si la loi du for est la loi de la Convention (voir l'examen détaillé au para. 11-12).

Int-69 L'article 12 établit plusieurs règles cruciales d'interprétation et de fond relatives à l'application de la Convention à l'égard d'Etats à plusieurs unités. L'article 12(1) précise notamment comment le rattachement principal de la Convention (art. 4) fonctionne en rapport avec les Etats à plusieurs unités lorsque les parties ont désigné la loi d'une unité territoriale particulière. Ainsi, si les parties sont expressément convenues de la loi d'une unité territoriale particulière d'un Etat à plusieurs unités (que ce soit à titre de loi régissant la convention de compte ou d'autre loi régissant les questions de l'art. 2(1)), la loi applicable est la loi de cette unité territoriale désignée, si l'intermédiaire pertinent dispose d'un établissement conforme en un lieu quelconque de l'Etat à plusieurs unités. Un Etat à plusieurs unités peut toutefois imposer une condition géographiquement plus stricte et exiger que si, selon l'article 4, la loi applicable est celle de l'une de ses unités territoriales, l'intermédiaire pertinent dispose d'un établissement conforme au sein de l'unité territoriale désignée.

Int-70 L'article 12(2)(a) dispose que le terme « loi en vigueur dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs

[20] Ainsi, dans ce Rapport, l'expression « les questions de l'article 2(1) » signifie *toutes* les questions de l'art. 2(1).

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

agree to have the law of one State govern all the Article 2(1) issues and that of a different State govern the account agreement. The Convention law, however, applies to all of the Article 2(1) issues. It is not possible that some of these issues will be governed by one law while others are governed by a different law, nor is it open to the parties to select the law to govern only some of the Article 2(1) issues.[20]

Int-61 The law chosen by the parties to the account agreement applies only if the relevant intermediary has, at the time of the agreement on governing law, an office ('Qualifying Office') in the State whose law is selected which, alone or with another office or a third party (which does not have to be in the selected State), serves certain functions relating to the maintenance of securities accounts (though not necessarily the particular account in question), or is identified, by any specific means, as maintaining securities accounts in that State (though not necessarily the particular account in question).

Int-62 If the primary rule does not apply, either because the parties have expressly selected an applicable law but the Qualifying Office requirement is not satisfied or because they have failed to make any express selection in their agreement or have never concluded an account agreement at all (see para. 5-7), the Convention provides three fall-back rules which operate as a cascade (Art. 5). The determinative elements used in the fall-back rules are (in sequence): the law of the place of the office that a written account agreement expressly and unambiguously identifies as the office through which the relevant intermediary entered into the account agreement (Art. 5(1)); the law of the place of incorporation or organisation of the relevant intermediary (Art. 5(2)); and the law of the (principal) place of business of the relevant intermediary (Art. 5(3)).

Int-63 Articles 4 and 5 must be applied independently with respect to each securities account (*i.e.*, to each relationship between an account holder and its relevant intermediary). Thus, the conflict of laws provision of the Convention will not assure, or even typically produce, the result that one single law will govern all the issues specified in Article 2(1) with respect to all securities accounts involved in dispositions of securities involving a chain of intermediaries (see paras. 4-43 *et seq.*).

Int-64 Article 6 sets forth a list of factors that must be disregarded when determining the applicable law under the Convention.

Int-65 Article 7 determines the impact, if any, under the Convention of an amendment to an account agreement if the consequence of the amendment is that the Convention law changes from the law of one State as determined under either Article 4(1) or Article 5, to the law of a different State as determined under Article 4(1). The principle is that the "new law" governs all the Article 2(1) issues in respect of any interest in securities previously or subsequently credited to the securities account governed by the amended account agreement (Art. 7(3)), subject to exceptions with respect to specified issues which are designed to protect certain interests in securities that were acquired before the amendment by a person who did not consent to the amendment (see Art. 7(4), which is fully discussed in paras. 7-16 *et seq.*). It is expected that Article 7 will come into play only rarely since the kinds of amendments to which it would apply are likely to be infrequent.

Int-66 The Convention provides in Article 8(1) that despite the opening of an insolvency proceeding, the Convention law will continue to apply to all Article 2(1) issues as regards pre-insolvency events. An interest acquired prior to the opening of an insolvency proceeding, under the law applicable under the Convention, must be recognised in the insolvency proceeding. Thus, an insolvency court or administrator may not refuse to recognise the right or its perfected status merely because this right had not (also) been created or perfected in accordance with the *lex concursus*. According to Article 8(2), however, it is left to the *lex concursus* to determine the effects of those rights, that is, the extent to which these rights can be used in the insolvency proceeding. Thus, insolvency rules continue to apply and, for example, a pledge perfected during a 'suspect period' may be invalidated as 'preference' or 'fraudulent conveyance' and the pre-insolvency priority may be displaced by an insolvency rule governing the ranking of claims.

Int-67 The law determined by the Convention is the applicable law whether or not it is the law of a Contracting State (Art. 9). Furthermore, the Convention does not leave any room for renvoi in the traditional private international law sense: the applicable law determined by the Convention refers to substantive rules only, not to conflict of laws rules (Art. 10; see, however, paras. Int-71 and Int-72).

Int-68 Article 11 carefully restricts the grounds for judicial refusal to apply the law determined to be applicable under either Article 4 or 5 of the Convention. Article 11(1) sets forth a traditional public policy (ordre public) exception to the application of the law otherwise applicable under the Convention. Article 11(2) provides that the Convention does not prevent the application of the forum's substantive rules that have to be applied regardless of the applicable law (*i.e.*, that are "mandatory" in the private international law sense). However, Article 11(3) makes clear that even the public policy exception and the internationally mandatory forum rule exception may not be used to impose requirements with respect to perfection or relating to priorities between competing interests, unless the law of the forum is the Convention law (see full discussion in para. 11-12).

Int-69 Article 12 sets forth several crucial interpretive and substantive provisions relating to the application of the Convention with regard to Multi-unit States. In particular, Article 12(1) explicates how the Convention's primary rule (Art. 4) operates in relation to Multi-unit States when the parties have designated the law of a particular territorial unit. Thus, if the parties have expressly agreed on the law of a particular territorial unit of a Multi-unit State (either as the law governing the account agreement or as another law governing the Art. 2(1) issues), the applicable law is the law of that specified territorial unit, if the relevant intermediary has a Qualifying Office anywhere in the Multi-unit State. A Multi-unit State may, however, impose a geographically more stringent condition and require that if, under Article 4, the applicable law is that of one of its territorial units, the relevant intermediary has a Qualifying Office within the designated territorial unit.

Int-70 Article 12(2)(a) provides that the term "law in force in a territorial unit of a Multi-unit State" includes

[20] Thus, in this Report a reference to "the Article 2(1) issues" means all such issues.

unités » comprend à la fois la loi de cette unité territoriale et, dans la mesure où elle est applicable (selon la loi soit de l'unité soit de l'Etat) dans cette unité, la loi de l'Etat à plusieurs unités.

Int-71 L'article 12(2)(b) dispose que si les règles de conflit de lois en vigueur dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités désignent la loi d'une autre unité territoriale de cet Etat pour régir l'opposabilité par voie de dépôt public, d'inscription publique ou d'enregistrement public, la loi de cette autre unité territoriale régit cette question (renvoi interne).

Int-72 En vertu de l'article 12(3), un Etat à plusieurs unités peut déposer une déclaration précisant que si la loi applicable, déterminée selon l'article 5, est celle de l'Etat à plusieurs unités ou de l'une de ses unités territoriales, les règles de conflit de lois internes en vigueur dans cet Etat à plusieurs unités doivent être appliquées et que ces règles détermineront laquelle, de la loi matérielle de cet Etat ou de l'unité territoriale particulière de cet Etat à plusieurs unités, s'appliquera (renvoi interne).

Int-73 L'article 13 pose le principe de l'interprétation uniforme de la Convention. L'importance de ce principe est renforcée par la disposition de l'article 14 prévoyant des réunions de Commission spéciale afin d'examiner le fonctionnement pratique de la Convention.

Int-74 L'article 15 dispose que la règle de conflit de lois de la Convention (art. 4 ou 5) s'applique pour déterminer la loi régissant la question de la priorité d'un droit acquis postérieurement à la date d'entrée en vigueur de la Convention pour le for par rapport à un droit acquis antérieurement.

Int-75 L'article 16 aide les intervenants sur les marchés financiers à éviter l'exercice coûteux et inutile consistant à modifier les conventions de compte antérieures à la Convention ou à ouvrir de nouveaux comptes de titres afin de profiter des avantages de la Convention (il est à noter que l'art. 16 autorise certaines déclarations de la part des Etats contractants, voir para. Int-76). Cet objectif est atteint en confirmant à l'article 16(1) que la Convention s'applique aux conventions de compte conclues et aux comptes de titres ouverts avant l'entrée en vigueur de la Convention au plan international, et en ajoutant dans les articles 16(3) et 16(4) des règles interprétatives qui traitent certaines clauses de conventions de compte antérieures à la Convention comme ayant pour effet de déterminer, aux fins de l'article 4(1) de la Convention, la loi applicable à toutes les questions de l'article 2(1). Ainsi, dans le cas où la formulation expresse d'une convention de compte antérieure à la Convention aurait, selon les règles de l'Etat dont la loi régit le contrat, pour effet de déterminer la loi régissant l'une des questions de l'article 2(1), cette loi régira toutes ces questions, mais uniquement si l'intermédiaire remplissait la condition d'établissement conforme au moment de l'accord sur la loi applicable. De même, si les parties sont convenues, avant la Convention, que le compte de titres est tenu dans un Etat particulier, la loi de cet Etat sera la loi applicable en vertu de la Convention, mais uniquement si l'intermédiaire remplissait la condition d'établissement conforme au moment de l'accord sur la loi applicable. Dans ce cas particulier, l'accord quant au lieu de tenue du compte de titres peut être exprès ou résulter implicitement des termes du contrat considéré dans son ensemble ou des circonstances extérieures à celui-ci (sous réserve de l'interdiction mentionnée à l'art. 6).

Int-76 En vertu de l'article 16(2), un Etat peut déclarer que ses tribunaux ne tiendront pas compte des règles interprétatives des articles 16(3) et (4) pour l'application de l'article 4(1) aux conventions de compte conclues pendant la période allant de la date d'entrée en vigueur de la Convention au plan international (art. 19(1)) à la date d'entrée en vigueur de la Convention pour cet Etat (la « période intercalaire »). Si un Etat contractant fait une telle déclaration, les tribunaux de cet Etat appliqueront les articles 4, 5 et 6 aux conventions de compte de la période intercalaire sans aucune aide interprétative des paragraphes 3 ou 4. En vertu de l'article 16(3), un Etat peut faire une déclaration selon laquelle ses tribunaux n'appliqueront pas la règle interprétative de l'article 16(3) si les parties à la convention de compte sont expressément convenues de ce que le compte de titres est tenu dans un Etat différent de l'Etat dont la loi serait par ailleurs applicable du fait de la règle interprétative de l'article 16(3).

Int-77 Les articles 17 à 24 comportent les clauses finales, dont une disposition (art. 18) permettant à une organisation régionale d'intégration économique (ORIE) constituée par des Etats souverains, de signer, accepter, ou approuver la Convention ou d'y adhérer, mais uniquement dans la mesure où elle dispose d'une compétence exclusive sur les matières relevant de la Convention.

Int-78 Enfin, les observations suivantes quant aux travaux préparatoires doivent être soulignées. Bien que le Rapport fasse parfois référence, à des fins historiques, aux Documents préliminaires ou procès-verbaux, il est nécessaire d'indiquer que ces documents sont à utiliser avec prudence. Le présent Rapport a pour fonction d'expliquer la signification de la Convention, telle qu'elle a été finalement acceptée. Les travaux préparatoires ne pourront que rarement en éclairer la portée. De nombreuses décisions tant substantielles que linguistiques n'ont en effet été prises que tardivement au cours de la procédure (souvent pendant la Session diplomatique). Ainsi, les versions antérieures n'apporteront que peu de lumière à la compréhension du sens et de l'objectif de la Convention. En outre, les Documents préliminaires contenaient souvent des propositions visant essentiellement à alimenter les discussions (ces propositions furent d'ailleurs souvent rejetées par la suite) ou des réactions aux propositions, plutôt que des solutions provisoirement acceptées. Enfin, il convient de reconnaître que les procès-verbaux ne prétendent pas constituer des transcriptions *verbatim* (mot à mot) et sont souvent incomplets. Seuls le texte final et le Rapport ont été examinés et approuvés par les Etats membres.

II[EME] PARTIE : COMMENTAIRE DES ARTICLES DE LA CONVENTION

CHAPITRE I DÉFINITIONS ET CHAMP D'APPLICATION

Article 1 Définitions et interprétation

1. Dans la présente Convention :

a) « titres » désigne toutes actions, obligations ou autres instruments financiers ou actifs financiers (autres que des espèces), ou tout droit sur ces titres ;

b) « compte de titres » désigne un compte tenu par un intermédiaire sur lequel des titres peuvent être crédités ou duquel des titres peuvent être débités ;

c) « intermédiaire » désigne toute personne qui, dans le cadre de son activité professionnelle ou à titre habituel, tient des comptes de titres pour autrui ou tant pour autrui que pour compte propre, et agit en cette qualité ;

d) « titulaire de compte » désigne la personne au nom de laquelle un intermédiaire tient un compte de titres ;

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

both the law of that territorial unit and, to the extent applicable (under the law of either the unit or the State) in that unit, the law of the Multi-unit State.

Int-71 Article 12(2)(b) provides that if the conflict of law rules in force in a territorial unit of a Multi-unit State designate the law of another territorial unit of that State to govern perfection by public filing, recording or registration, the law of that other territorial unit governs that issue (internal renvoi).

Int-72 Under Article 12(3), a Multi-Unit State may file a declaration to the effect that if the applicable law, determined under Article 5, is that of the Multi-unit State or one of its territorial units, the internal conflict of laws rules in force in that Multi-unit State must be applied and it is those rules which will determine whether the substantive law of that Multi-unit State or of a particular territorial unit of that Multi-unit State shall apply (internal renvoi).

Int-73 Article 13 calls for uniform interpretation of the Convention. The importance of this principle is reinforced by the provision in Article 14 for Special Commission meetings to review the practical operation of the Convention.

Int-74 Article 15 provides that the Convention's conflict of laws rule (either Art. 4 or 5) applies to determine the law that governs the issue of priority of an interest acquired subsequent to the date the Convention entered into force for the forum vis-à-vis an interest acquired earlier.

Int-75 Article 16 helps market participants to avoid the costly and unnecessary exercise of amending pre-Convention account agreements or the opening of new securities accounts in order to enjoy the benefits of the Convention (note that Art. 16 allows for some declarations by Contracting States, see para. Int-76). This goal is achieved by confirming in Article 16(1) that the Convention applies to account agreements that were entered into, and securities accounts that were opened, before the Convention entered into force on the international plane, and by including in Article 16(3) and (4) interpretive rules that treat certain provisions of pre-Convention account agreements as having the effect of determining, for purposes of Article 4(1) of the Convention, the law applicable to all the Article 2(1) issues. Thus, if express words in a pre-Convention account agreement would, under the rules of the State whose law governs the contract, have the effect of determining the law governing any of the Article 2(1) issues, that law will govern all these issues, but only if the intermediary met the Qualifying Office test at the time of the agreement on governing law. Similarly, if the parties have agreed, pre-Convention, that the securities account is maintained in a particular State, the law of that State will be the applicable law under the Convention, but only if the intermediary met the Qualifying Office test at the time of the agreement on governing law; in this particular situation, the agreement as to where the securities account is maintained may be express or implied from the terms of the contract considered as a whole or from the surrounding circumstances (subject to the prohibition in Art. 6).

Int-76 Under Article 16(2), a State may declare that its courts will not rely on the interpretive rules of Articles 16(3) and (4) in applying Article 4(1) to account agreements entered into during the period between the date the Convention enters into force on the international plane (Art. 19(1)) and the date the Convention enters into force for that State (the "Gap Period"). If a Contracting State makes such a declaration, the courts of that State will apply Articles 4, 5 and 6 to Gap Period account agreements without any interpretive assistance from paragraphs 3 or 4. Under Article 16(3), a State may make a declaration that the courts of that State will not apply the interpretive rule of Article 16(3) if the parties to the account agreement have expressly agreed that the securities account is maintained in a different State than the State whose law would otherwise be applicable by reason of the interpretive rule of Article 16(3).

Int-77 Articles 17 to 24 contain the final clauses, including a provision (Art. 18) that enables a Regional Economic Integration Organisation (REIO) constituted by sovereign States to sign, accept, approve or accede to the Convention, but only to the extent it has exclusive competence over matters covered by the Convention.

Int-78 Finally, it is important to stress the following with respect to the *travaux préparatoires*. Although there are occasional references in this Report, for historical purposes, to the Preliminary Documents or the Minutes, it must be noted that those materials should be used with caution. It is the function of this Report to explain the meaning of the Convention as actually agreed, and it will be only rarely that the *travaux préparatoires* might illuminate that meaning. Many crucial substantive as well as linguistic decisions were made very late in the process (often in the Diplomatic Session). Thus, earlier versions will shed little light on the meaning or intent of the final text. Further, the Preliminary Documents often represented merely proposals for discussion purposes (often proposals later rejected) or reactions to proposals, rather than tentatively agreed solutions. Finally, it must be recognised that the Minutes do not purport to be a verbatim transcript and are often incomplete. It is the final text and this Report which were reviewed and accepted by the Member States.

PART II: COMMENTARY ON THE ARTICLES OF THE CONVENTION

CHAPTER I DEFINITIONS AND SCOPE OF APPLICATION

Article 1 Definitions and interpretation

1. In this Convention –

a) "securities" means any shares, bonds or other financial instruments or financial assets (other than cash), or any interest therein;

b) "securities account" means an account maintained by an intermediary to which securities may be credited or debited;

c) "intermediary" means a person that in the course of a business or other regular activity maintains securities accounts for others or both for others and for its own account and is acting in that capacity;

d) "account holder" means a person in whose name an intermediary maintains a securities account;

e) « convention de compte » désigne, pour un compte de titres, la convention avec l'intermédiaire pertinent régissant ce compte de titres ;

f) « titres détenus auprès d'un intermédiaire » désigne les droits d'un titulaire de compte résultant du crédit de titres à un compte de titres ;

g) « intermédiaire pertinent » désigne l'intermédiaire qui tient le compte de titres pour le titulaire de compte ;

h) « transfert » désigne tout transfert de propriété, pur et simple ou à titre de garantie, ainsi que toute constitution de sûreté, avec ou sans dépossession ;

i) « opposabilité » désigne l'accomplissement de toute formalité nécessaire en vue d'assurer le plein effet d'un transfert envers toute personne qui n'est pas partie à ce transfert ;

j) « établissement » désigne, par rapport à un intermédiaire, un lieu d'activité professionnelle où l'une des activités de l'intermédiaire est exercée, à l'exclusion d'un lieu destiné à l'exercice purement temporaire d'activités professionnelles et d'un lieu d'activité de toute personne autre que l'intermédiaire ;

k) « procédure d'insolvabilité » désigne une procédure collective judiciaire ou administrative, y compris une procédure provisoire, dans laquelle les actifs et les activités du débiteur sont soumis au contrôle ou à la supervision d'un tribunal ou d'une autre autorité compétente aux fins de redressement ou de liquidation ;

l) « administrateur d'insolvabilité » désigne une personne qui est autorisée à administrer une procédure de redressement ou de liquidation, y compris à titre provisoire, et comprend un débiteur non dessaisi si la loi applicable en matière d'insolvabilité le permet ;

m) « Etat à plusieurs unités » désigne un Etat dans lequel deux ou plusieurs unités territoriales de cet Etat ou cet Etat et une ou plusieurs de ses unités territoriales ont leurs propres règles de droit se rapportant aux questions mentionnées à l'article 2(1) ;

n) « écrit » désigne une information (y compris celle transmise par télécommunication) qui se présente sur un support matériel ou sous une autre forme de support, qui peut être reproduite ultérieurement sur un support matériel.

2. Toute référence dans la présente Convention à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend :

a) un transfert ayant comme objet un compte de titres ;

b) un transfert en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte ;

c) un privilège légal en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte relatif à toute créance née en relation avec la tenue et le fonctionnement d'un compte de titres.

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

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

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

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

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

I. *Définitions – article 1(1)*

a) *« titres »*

1-1 La définition du terme « titres » est délibérément très extensive, évitant ainsi une liste d'instruments inclus ou exclus qui pourrait devenir obsolète du fait de l'évolution des pratiques du marché. Le terme recouvre tous les instruments et actifs qui sont de nature financière (autres que les espèces), qu'ils soient au porteur ou nominatifs et qu'ils soient représentés par un certificat ou dématérialisés. Il englobe donc tous les types de titres d'endettement et de capital et n'est limité que par le fait que les instruments ou actifs en question doivent être des instruments ou actifs financiers et doivent en outre être d'un type susceptible d'être crédité à un compte de titres auprès d'un intermédiaire.

1-2 Les instruments ou actifs financiers représentent normalement un droit négociable portant sur des fonds (assorti ou non d'autres droits, tels qu'un droit de vote et / ou droits d'associé), et lorsqu'ils ne sont pas destinés à être détenus exclusivement par un investisseur unique, sont émis selon des conditions identiques pour chaque unité de l'émission en vue d'être détenus, directement ou par l'entremise d'un intermédiaire, comme moyen d'investissement. Cependant, il n'est pas nécessaire que les instruments ou actifs financiers crédités à un compte de titres présentent l'une de ces caractéristiques pour constituer des titres au sens de la Convention. La définition est délibérément rédigée en termes très larges afin de s'adapter à l'évolution des pratiques du marché (voir en outre les observations au para. 1-3). Ainsi la Convention évite d'établir une liste d'instruments inclus et exclus et s'appuie sur l'expression « détenus auprès d'un intermédiaire » comme principal facteur limitatif. La question de savoir si un bien constitue un titre ou non ne retardera donc pas longtemps un tribunal ou un conseiller juridique : si le bien est crédité à un compte de titres et est de nature financière, il s'agit d'un titre au sens de la Convention. Le mode d'émission d'un instrument n'a aucune importance. L'instrument peut être émis directement sur le marché ou par voie de prise ferme, auprès d'un groupe limité d'investisseurs ou d'un investisseur unique. Il peut être émis sous la forme d'un certificat collectif unique (« jumbo ») déposé auprès d'un dépositaire central de titres national ou international, dont les investisseurs peuvent acquérir des droits par le biais d'un compte auprès du dépositaire, que le certificat collectif soit permanent, temporaire ou semi-permanent, ou permette au titulaire de compte d'échanger son droit pour des certificats définitifs dans certaines conditions données. Alternativement, l'instrument pourra (comme dans le cas de certificats de dépôt) être susceptible d'être acheté auprès d'un courtier, banque ou autre établissement financier. Relèvent clairement de la définition les actions émises, les parts et obligations (cotées ou non sur une bourse de

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

e) "account agreement" means, in relation to a securities account, the agreement with the relevant intermediary governing that securities account;

f) "securities held with an intermediary" means the rights of an account holder resulting from a credit of securities to a securities account;

g) "relevant intermediary" means the intermediary that maintains the securities account for the account holder;

h) "disposition" means any transfer of title whether outright or by way of security and any grant of a security interest, whether possessory or non-possessory;

i) "perfection" means completion of any steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition;

j) "office" means, in relation to an intermediary, a place of business at which any of the activities of the intermediary are carried on, excluding a place of business which is intended to be merely temporary and a place of business of any person other than the intermediary;

k) "insolvency proceeding" means a collective judicial or administrative proceeding, including an interim proceeding, in which the assets and affairs of the debtor are subject to control or supervision by a court or other competent authority for the purpose of reorganisation or liquidation;

l) "insolvency administrator" means a person authorised to administer a reorganisation or liquidation, including one authorised on an interim basis, and includes a debtor in possession if permitted by the applicable insolvency law;

m) "Multi-unit State" means a State within which two or more territorial units of that State, or both the State and one or more of its territorial units, have their own rules of law in respect of any of the issues specified in Article 2(1);

n) "writing" and "written" mean a record of information (including information communicated by teletransmission) which is in tangible or other form and is capable of being reproduced in tangible form on a subsequent occasion.

2. References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include –

a) a disposition of a securities account;

b) a disposition in favour of the account holder's intermediary;

c) a lien by operation of law in favour of the account holder's intermediary in respect of any claim arising in connection with the maintenance and operation of a securities account.

3. A person shall not be considered an intermediary for the purposes of this Convention merely because –

a) it acts as registrar or transfer agent for an issuer of securities; or

b) it records in its own books details of securities credited to securities accounts maintained by an intermediary in the names of other persons for whom it acts as manager or agent or otherwise in a purely administrative capacity.

4. Subject to paragraph (5), a person shall be regarded as an intermediary for the purposes of this Convention in relation to securities which are credited to securities accounts which it maintains in the capacity of a central securities depository or which are otherwise transferable by book entry across securities accounts which it maintains.

5. In relation to securities which are credited to securities accounts maintained by a person in the capacity of operator of a system for the holding and transfer of such securities on records of the issuer or other records which constitute the primary record of entitlement to them as against the issuer, the Contracting State under whose law those securities are constituted may, at any time, make a declaration that the person which operates that system shall not be an intermediary for the purposes of this Convention.

I. *Definitions – Article 1(1)*

a) *"securities"*

1-1 The definition of "securities" is intentionally very broad, avoiding a list of included or excluded instruments which might become out of date because of developments in market practice. The term extends to all instruments and assets that are financial in nature (other than cash), whether they are in bearer or registered form and whether they are represented by a certificate or dematerialised. It thus encompasses all types of debt and equity security and is limited only by the fact that the instruments or assets in question must be financial instruments or assets and must in addition be of a kind capable of being credited to a securities account with an intermediary.

1-2 Financial instruments or assets typically embody a tradable entitlement to money (with or without other rights, such as a right to vote and/or membership rights) and, where not intended to be held solely by a single investor, are issued on terms standard for each unit of the issue with a view to being held, directly or through intermediaries, as a medium for investment. However, it is not necessary that financial instruments or assets credited to a securities account have any of these characteristics in order to constitute securities for purpose of the Convention. The definition is intentionally drawn in very broad terms so as to accommodate changes in market practice (see further comments in para. 1-3). Thus the Convention avoids setting out any "laundry list" of included and excluded instruments and relies on the phrase "held with an intermediary" as the primary limiting factor. Thus no court or legal adviser need be long delayed by the effort to determine whether an asset is a security; if an asset is of a kind credited to a securities account and is financial in nature it is a security within the meaning of the Convention. The manner of issue of an instrument is immaterial. The instrument may be issued directly on the market or by placement with an underwriter, a restricted group of investors or a sole investor. It may be issued in the form of a single global (or jumbo) certificate deposited with an international or national central securities depository in which investors can acquire an interest through an account with the depository, whether the global certificate is permanent or is temporary or semi-permanent, or permits the account holder in given conditions to exchange its interest for definitive certificates. Alternatively the instrument may (as in the case of certificates of deposit) be available by purchase from a broker, bank or other financial institution. Clearly falling within the definition are issued shares, stock and bonds (whether or not listed on a stock exchange or other official list), units in collective investment schemes,

Goode, Kanda and Kreuzer Report

valeurs ou autre cote officielle), les parts d'organismes de placement collectif, les contrats à terme et options financiers cotés, les produits financiers dérivés, les billets à court terme (billets de trésorerie) émis sur un marché financier, les bons de souscription (*warrants*), les certificats de dépôt, les acceptations bancaires, les valeurs mobilières émises selon le droit islamique et les *American Depositary Receipts (ADR)*.

1-3 D'autres instruments, s'ils ne sont pas déjà considérés comme des titres, peuvent le devenir du fait de l'évolution des pratiques du marché. La question de savoir si un instrument ou autre bien relève de la définition des titres ne dépend pas de l'étiquette qui lui est attachée, et encore moins du droit réglementaire national, mais plutôt de la question de savoir s'il s'agit d'un type de bien financier pouvant être crédité à un compte de titres. Le critère de ce qui constitue un titre est donc fluide, et déterminé par référence à la pratique et à la perception du marché en question à l'époque concernée.

1-4 L'expression « ou tout droit sur ces titres » indique que les dispositions de la Convention relatives à la détention et au transfert de titres ne sont pas limitées à la pleine propriété et la copropriété (y compris une copropriété conférant à l'encontre de l'intermédiaire pertinent des droits de propriété à l'égard des titres sous-jacents), mais recouvre les droits moins étendus, tels que les sûretés avec ou sans dépossession (voir également les observations au para. 1-19 sur le sens du terme « transfert », ainsi que le commentaire de l'article 2 (notamment les observations aux para. 2-30 et 2-31 sur l'art. 2(2), et les observations au para. 2-11 sur l'art. 2(1)(a))). En outre, à la lumière du système de détention intermédiée, qui peut impliquer une chaîne d'intermédiaires entre le titulaire de compte et l'émetteur, l'expression vise également le droit de l'intermédiaire du titulaire de compte (ou tout autre intermédiaire de la chaîne) sur les titres détenus auprès de son intermédiaire.

1-5 La définition des titres exclut expressément les « espèces ». Le terme « espèces » ne se limite pas à l'argent physique (qui est de faible importance dans ce contexte) mais est utilisé dans un sens large afin de comprendre les dépôts bancaires. Les « titres » ne comprennent donc pas les produits en espèces dérivant des titres ou les espèces versées à l'intermédiaire pour l'acquisition de titres par le titulaire de compte ou à titre de couverture de marge. L'expression comprend encore moins les comptes de dépôt ordinaires. Les questions quant aux droits d'un titulaire de compte résultant d'un crédit d'espèces à un compte tenu auprès de l'intermédiaire sont régies non par la loi de la Convention mais par la loi applicable déterminée selon les autres règles de conflit du for, et il en est ainsi que les espèces soient créditées au compte de titres ou à un compte d'espèces distinct tenu par l'intermédiaire. La question de savoir si un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire entraîne le droit aux dividendes, revenus, ou autres distributions, ou aux remboursements, produits de cession ou tous autres produits reçus en rapport avec les titres crédités à un compte de titres, est entièrement distincte. Elle est régie par la loi de la Convention en vertu de l'article 2(1)(g) (voir para. 2-29).

b) *« compte de titres »*

1-6 Un compte de titres est un compte tenu par un intermédiaire auquel des titres peuvent être crédités ou débités. Le compte peut exister à tout niveau, du titulaire de compte ultime jusqu'à un dépositaire central de titres (DCT) ou un dépositaire central de titres international (DCTI). Dans le cadre d'un opérateur légal d'un système de règlement-livraison et de transferts de titres, tel que le système CREST au Royaume-Uni ou le système CHESS en Australie (voir para. 1-37), l'expression « compte de titres » doit être interprétée largement afin d'inclure toute forme d'inscription de droits et de transferts, que l'opérateur la désigne comme compte ou non. Au regard de la définition, il n'est pas nécessaire qu'il y ait des titres sur le compte à un quelconque moment particulier. Tout ce qui est demandé est que des titres puissent être crédités sur le compte ou en être débités. Le compte peut être ouvert dans l'attente d'un crédit de titres, alors que les titres qui ont été crédités sur le compte peuvent avoir été transférés, mais jusqu'à la clôture du compte il traduit une relation contractuelle continue entre le titulaire de compte et l'intermédiaire, à l'égard de titres existants ou acquis ultérieurement, une relation qui constitue l'essence du statut d'intermédiaire (voir les observations au para. 1-13).

1-7 Le compte de titres sera normalement régi par une convention de compte écrite ou orale. Néanmoins, l'article 5(2) envisage la possibilité d'un compte sans convention de compte, comme dans le cas d'un DCT nordique qui est un intermédiaire en vertu de l'article 1(4) et tient des comptes régis non par une convention de compte mais par la loi et les règles du DCT (voir les observations au para. 5-7).

1-8 Les démarches nécessaires pour constituer un crédit à un compte de titres, ainsi que le moment où un crédit est censé se produire divergent d'une juridiction à une autre. Dans certains ordres juridiques, il est nécessaire qu'une écriture soit passée, dans d'autres, il suffit que l'intermédiaire ait pris une décision de créditer le compte et / ou que le traitement nécessaire ait été engagé, mais pas achevé. Il s'agit là de questions qui doivent être tranchées par la loi de la Convention (voir l'exemple 2-1.)

1-9 Quant à la détermination du compte de titres pertinent lorsque le titulaire de compte effectue un transfert en faveur de son propre intermédiaire, voir les observations aux paragraphes 4-41 et 4-42 relatives à l'article 4(3).

c) *« intermédiaire »*

1-10 Le terme « intermédiaire » n'est pas limité à une personne autorisée ou autrement agréée, enregistrée ou désignée en qualité d'intermédiaire. Le terme de « personne » n'est pas défini dans la Convention. Il recouvre une personne physique ou un groupe de personnes physiques, une personne morale, y compris une société anonyme, société à responsabilité limitée, société de personnes (qu'elle soit ou non reconnue comme étant distincte de ses associés), un *trust*, et un gouvernement, une agence gouvernementale ou un organisme du gouvernement, ou une subdivision politique. Toute personne, ou tout groupe de personnes, physiques ou morales, qui dans le cadre d'une activité professionnelle ou à titre habituel tient des comptes de titres pour autrui, ou tant pour autrui que pour compte propre, est un intermédiaire lorsqu'elle agit en cette qualité. L'expression « ou tant pour autrui que pour compte propre », combinée avec l'article 4(3), indique qu'une personne agit en qualité d'intermédiaire même lorsqu'elle est la partie en faveur de laquelle le titulaire de compte effectue un transfert, comme lorsque le titulaire de compte nantit des titres, ou cède leur propriété, à titre de garantie d'une avance ou en couverture de marge. Les exemples d'intermédiaires comprennent les DCT et DCTI, chambres de compensation, agents de change, banques et banques centrales exerçant une activité professionnelle ou habituelle de tenue de comptes de titres pour autrui et pour eux-mêmes, lorsqu'ils agissent en cette qualité.

1-11 Une personne n'est un intermédiaire que si elle tient des comptes de titres pour autrui ou tant pour autrui que pour compte propre, et que les transferts de droits portant sur des titres sont inscrits dans ses livres. Cela

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

exchange-traded financial futures and options, credit derivatives, short-term promissory notes (commercial paper) issued on a money market, warrants, certificates of deposit, bankers acceptances, securities issued under Islamic law and American Depositary Receipts.

1-3 Other instruments, if not already considered to be securities, may become so as the result of evolving market usage. Thus the question whether a given instrument or other asset falls within the definition of securities depends not on the label attached to the instrument or asset, still less on national regulatory law, but rather on whether it is a type of financial asset capable of being credited to a securities account. The test of what constitutes securities is thus a fluid one which is to be determined by reference to the practice and perception of the relevant market at the material time.

1-4 The phrase "or any interest therein" makes it clear that the provisions of the Convention relating to the holding and disposition of securities are not confined to full ownership and co-ownership (including co-ownership which confers against the relevant intermediary property rights in relation to underlying securities) but extend to lesser interests, for example, possessory and non-possessory security interests. See also the comments in paragraph 1-19 on the meaning of "disposition", as well as the commentary on Article 2 (in particular the comments in paras. 2-30 and 2-31 on Art. 2(2), and the comments in para. 2-11 on Art. 2(1)(a)). Moreover, in light of the intermediated holding system, which may involve a chain of intermediaries between the account holder and the issuer, the phrase also refers to the interest which the account holder's intermediary (or any other intermediary in the chain) has in securities held with its intermediary.

1-5 The definition of securities expressly excludes "cash". The term "cash" is not confined to physical money (which in this context is of minimal significance) but is used in a broad sense to encompass bank deposits. Thus "securities" does not extend to cash paid to the intermediary towards the cost of acquiring securities on behalf of the account holder or providing margin cover, still less to ordinary deposit accounts. Questions as to an account holder's rights resulting from the credit of cash to an account held with the intermediary are governed not by the Convention law but by the applicable law as determined by the other conflict rules of the forum, and this is so whether the cash is credited to the securities account or to a separate cash account maintained by the intermediary. An entirely separate question is whether a disposition of securities held with an intermediary carries with it the rights to dividends, income or other distributions, or to redemption, sale or other proceeds received in respect of securities credited to a securities account. That question is governed by the Convention law under Article 2(1)(g) (see para. 2-29).

b) *"securities account"*

1-6 A securities account is an account maintained by an intermediary to which securities may be credited or debited. The account may exist at any level from the lowest level account holder to a central securities depository (CSD) or an international central securities depository (ICSD). In the context of a statutory operator of a securities transfer and settlement system, such as the United Kingdom CREST system and the Australian CHESS system (see para. 1-37), the term "securities account" is to be interpreted broadly to include any form of record of entitlements and transfers, whether or not denominated as an account by the operator. For the purpose of the definition it is not necessary for there to be any securities in the account at any particular time; all that is required is that securities "may" be credited or debited to the account. The account may be opened in anticipation of securities being credited to it, while securities that have been credited to the account may be disposed of, but until the account is closed it reflects a continuing contractual relationship between the account holder and the intermediary in relation to existing or after-acquired securities, a relationship which is the essence of the status of intermediary (see comments in para. 1-13).

1-7 The securities account will typically be governed by a written or oral account agreement. Nevertheless, Article 5(2) envisages the possibility of an account without an account agreement, as in the case of a Nordic CSD which is an intermediary by virtue of Article 1(4) and which maintains accounts governed not by an account agreement but by law and the rules of the CSD (see comments in para. 5-7).

1-8 What steps are required to constitute a credit to an account and when a credit is deemed to occur vary from one jurisdiction to another. In some jurisdictions it is necessary for an entry to be made; in others it suffices that a decision has been taken by the intermediary to credit the account and/or that the necessary processing has been initiated but not completed. These are matters which are to be determined by the Convention law. See Example 2-1.

1-9 As to the relevant securities account where the account holder makes a disposition in favour of its own intermediary, see the comments in paras. 4-41 and 4-42 relating to Article 4(3).

c) *"intermediary"*

1-10 The term "intermediary" is not limited to a person that is licensed, otherwise approved, registered or denominated as an intermediary. The term person is not defined in the Convention. It includes a natural person, or group of natural persons, a legal person including a corporation, a limited liability company, a partnership (whether or not recognized as a person separate from its partners), a trust, and a government, government agency or instrumentality, or political subdivision. Any person, or group of persons, whether natural or legal, who in the course of a business or other regular activity maintains securities accounts for others or both for others and for its own account is an intermediary when acting in that capacity. The phrase "or both for others and for its own account," coupled with Article 4(3), makes it clear that a person acts in the capacity of intermediary even when it is the party in whose favour the account holder makes a disposition, as where the account holder pledges securities, or transfers title to them, as security for an advance or by way of margin cover. Examples of intermediaries include CSDs and ICSDs, clearing corporations, securities firms, banks and central banks that engage in a business or regular activity of maintaining securities accounts for others, or for others and themselves, and are acting in that capacity.

1-11 A person is an intermediary only if it maintains securities accounts for others or both for others and for its own account and interests in securities are transferred across its books. That is apparent from several provisions

résulte de plusieurs dispositions de la Convention : la définition de la « convention de compte » à l'article 1(1)(e) ; l'exclusion des personnes agissant en qualité de gestionnaire ou agent en vertu de l'article 1(3)(b) ; et la référence dans l'article 2(1)(a) aux effets à l'encontre de l'intermédiaire de droits résultant d'un crédit de titres à un compte de titres (voir en outre les observations aux para. Int-17 et s., para. 1-16, ainsi qu'aux para. 1-32 et s. et 4-43 et s.)

1-12 Dans le système moderne de détention de titres, tout intermédiaire en dessous de l'intermédiaire du premier niveau (c'est-à-dire l'intermédiaire qui lui-même ou par un prête-nom détient les titres directement auprès de l'émetteur) agira généralement en deux qualités différentes. En sa qualité de personne détenant des titres auprès d'un intermédiaire au niveau supérieur, c'est un titulaire de compte. En sa qualité de personne tenant des comptes pour ses propres clients, c'est un intermédiaire (voir en outre les observations aux para. 1-33 à 1-35.)

d) *« titulaire de compte »*

1-13 Un titulaire de compte est une personne au nom de laquelle un compte de titres est tenu. Que le titulaire de compte désigné agisse en qualité de mandataire ou de fiduciaire pour une autre personne, que l'identité du mandant ou bénéficiaire soit divulguée ou non, que le nom du mandant ou bénéficiaire figure ou non dans l'intitulé du compte de titres, et que la qualité de mandataire ou de fiduciaire du titulaire de compte soit divulguée ou non, sont tous des éléments sans incidence sur (et n'affecte en rien) la qualité du titulaire de compte en tant que tel selon la Convention. En outre, la présence de l'un ou plusieurs de ces éléments ne fait pas du mandant ou bénéficiaire un titulaire de compte. Un titulaire de compte peut habiliter une autre personne à donner des instructions à l'intermédiaire à l'égard du compte, mais cette habilitation (qu'elle soit révocable ou non) ne fait pas de l'autre personne un titulaire de compte même si le nom de cette autre personne figure dans les registres de l'intermédiaire relatifs à ce compte de titres, voire dans l'intitulé du compte.

1-14 Comme indiqué ci-dessus, un intermédiaire peut lui-même être titulaire de compte auprès de son propre intermédiaire.

e) *« convention de compte »*

1-15 Il s'agit de la convention entre le titulaire de compte et son intermédiaire régissant leurs droits et obligations respectifs à l'égard des titres qui sont ou pourront être crédités à un compte de titres tenu par cet intermédiaire. La définition n'impose pas que la convention de compte remplisse des exigences de forme. Elle peut être orale ou écrite, ou en partie orale et en partie écrite. Elle peut inclure en tout ou partie des règles ou procédures de l'intermédiaire, et si elle est écrite, elle peut être composée d'un ou plusieurs documents. Cependant, le rattachement subsidiaire prévu à l'article 5(1) ne s'applique qu'aux conventions de compte *écrites*. En ce qui concerne la convention de compte pertinente à l'égard d'un transfert de titres par un titulaire de compte en faveur de son propre intermédiaire, voir l'article 4(3) et les observations aux paragraphes 4-41 et s. Il existe des situations où il n'y a pas de convention de compte relative au compte, et où les droits des parties résultent de la législation applicable (voir les observations aux para. 1-7 et 5-7).

f) *« titres détenus auprès d'un intermédiaire »*

1-16 Il s'agit d'une expression-clé de la Convention, qui vise l'ensemble de droits résultant du crédit de titres à un compte de titres, que la loi applicable (qui en vertu de l'article 2(1)(a) est la loi déterminée par la Convention elle-même) les qualifie de droits de propriété, contractuels, mixtes ou autres. La Convention ne s'applique qu'aux titres crédités à un compte de titres. Elle ne s'applique pas aux droits que tient directement de l'émetteur une personne qui est le titulaire de titres inscrits dans des registres tenus par ou pour l'émetteur ou qui est le détenteur matériel de certificats représentant les titres. De sorte que jusqu'au premier crédit de titres à un compte de titres, qui les fait entrer dans le système intermédié, la Convention ne s'applique pas à ces titres. Mais une fois que des titres ont été crédités à un compte de titres, alors toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard (i) de tous droits résultant de ce crédit ou (ii) d'un transfert de tout droit, sont régies par la loi de la Convention. Il en est ainsi même si dans le cas d'un transfert, il n'y a eu aucun crédit au compte de titres du bénéficiaire. Il suffit que de tels droits découlent directement ou indirectement d'un compte de titres, que celui-ci soit détenu par le bénéficiaire, l'auteur du transfert ou une autre partie antérieure. Dans certains systèmes juridiques, par exemple ceux de la France et du Japon, les droits résultant du crédit de titres à un compte de titres sont néanmoins considérés comme une détention directe des titres sous-jacents, et les intermédiaires tenant des comptes de titres et se situant entre le titulaire de compte et l'émetteur ne sont pas considérés comme étant eux-mêmes détenteurs des titres. Néanmoins, ces droits relèvent du champ d'application de la Convention parce qu'ils résultent du crédit de titres sur le compte de titres, et non de l'inscription dans le registre de l'émetteur ou de la détention de certificats. Cela est précisé par l'article 1(4) dont l'effet est que, sous réserve de l'article 1(5), la personne tenant le compte doit être considérée comme un intermédiaire, même si selon le droit pertinent, les titres crédités sur le compte sont considérés comme tenus directement de l'émetteur (voir en outre les observations aux para. Int-17 et s. et 1-32 et s., et les observations aux para. 4-43 et s.).

g) *« intermédiaire pertinent »*

1-17 Ceci désigne l'intermédiaire qui tient le compte de titres particulier pour le titulaire de compte particulier. Le terme est utilisé pour marquer la distinction entre l'intermédiaire du titulaire de compte et tous les autres intermédiaires. Dans le système moderne de détention de titres, il y a souvent plusieurs niveaux d'intermédiaires entre le titulaire de compte et l'émetteur des titres sous-jacents et entre les contreparties à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire. Pour tout compte de titres il n'y a qu'un seul intermédiaire pertinent, à savoir l'intermédiaire qui tient ce compte. La Convention exige donc que la loi applicable soit déterminée séparément pour chaque compte. L'importance de ce fait tient à ce que les questions de l'article 2(1) survenant en rapport avec un quelconque compte de titres seront régies uniquement par la loi applicable à l'égard de ce compte en vertu de l'article 4 ou de l'article 5 et non pas, par exemple, par la loi applicable aux questions de l'article 2(1) survenant en rapport avec des comptes tenus par un intermédiaire à un niveau supérieur, même dans un Etat contractant dont la loi matérielle permet au titulaire de compte de « regarder à travers » son propre intermédiaire et de faire valoir des droits à l'encontre d'un intermédiaire à un niveau supérieur (voir en outre les observations sur l'article 2(1)(e) aux para. 2-24 et s.).

1-18 En ce qui concerne l'intermédiaire pertinent à l'égard de transferts par le titulaire de compte au bénéfice de son propre intermédiaire, voir l'article 4(3) et les observations aux paragraphes 4-41 et 4-42.

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

of the Convention: the definition of "account agreement" in Article 1(1)(e); the exclusion of those acting as manager or agent under Article 1(3)(b); and the reference in Article 2(1)(a) to effects against the intermediary of rights resulting from a credit of securities to a securities account. See further the comments in paragraphs Int-17 *et seq.*, paragraph 1-16, as well as in paragraphs 1-32 *et seq.* and 4-43 *et seq.*

1-12 In the modern securities holding system, any intermediary below the first-tier intermediary (*i.e.*, the intermediary which itself or through a nominee holds securities directly from the issuer) will usually act in two different capacities. As a person holding securities with a higher-tier intermediary it is an account holder; as one who maintains accounts for its own customers it is an intermediary. See further comments in paragraphs 1-33 to 1-35.

d) *"account holder"*

1-13 An account holder is a person in whose name a securities account is maintained. Whether the named account holder is serving as the agent or trustee for another person, whether the identity of the principal or beneficiary is disclosed, whether the principal's or beneficiary's name is also mentioned in the title of the securities account, and whether the agency or fiduciary capacity of the account holder is disclosed, are all irrelevant to (and in no way detract from) the account holder's status as such under the Convention. Moreover, the presence of any or all of these facts does not make the principal or beneficiary an account holder. An account holder may authorise another person to give instructions to the intermediary with respect to the account, but that authority (whether or not revocable) does not constitute the other person an account holder, even if that other person's name is mentioned in the records of the intermediary relating to that securities account or, indeed, is designated in the title of the account.

1-14 As noted above, an intermediary may itself be an account holder with its own intermediary.

e) *"account agreement"*

1-15 This is the agreement between the account holder and its intermediary governing their respective rights and duties in relation to securities that are or may become credited to a securities account maintained by that intermediary. The definition does not require that the account agreement fulfil any formal requirements. It may be oral or in writing or partly oral and partly in writing; it may incorporate in whole or in part rules or the procedures of the intermediary; and if in writing may consist of one or more documents. However, the Article 5(1) fall-back rule applies only to *written* account agreements. As to the relevant account agreement in relation to a disposition of securities by an account holder to its own intermediary, see Article 4(3) and the comments in paragraphs 4-41 *et seq.* There are some situations in which there is no account agreement relating to the account and the rights of the parties are prescribed by the law (see comments in paras. 1-7 and 5-7).

f) *"securities held with an intermediary"*

1-16 This is a key phrase of the Convention and refers to the bundle of rights resulting from the credit of securities to a securities account, whether those rights are proprietary, contractual, mixed or other in character under the applicable law (which under Art. 2(1)(a) is the law determined by the Convention itself). The Convention applies only to securities credited to a securities account; it does not apply to the rights held directly from the issuer by a person who is the registered holder of securities in records maintained by or for the issuer or who is in physical possession of certificates representing the securities. So until securities are first credited to a securities account, thereby entering the intermediated system, the Convention does not apply in relation to them. But once securities have been credited to a securities account, then all Article 2(1) issues in relation to (i) any rights resulting from such credit or to (ii) a disposition of any such rights are governed by the Convention law. This is so even if, in the case of a disposition, there has been no credit to the transferee's securities account. It suffices that such rights are derived, directly or indirectly, from a securities account, whether held by the transferee, the transferor or some other prior party. In some legal systems, for example those of France and Japan, rights resulting from the credit of securities to a securities account are nevertheless treated as a direct holding of the underlying securities and those maintaining securities accounts and standing between the account holder and the issuer are not themselves regarded as holders of the securities. Nevertheless these rights fall within the scope of the Convention because they result from the credit of securities to the securities account, not the entry in the issuer's register or the possession of certificates. This is made clear by Article 1(4), the effect of which is that, subject to Article 1(5), the person maintaining the account is to be treated as an intermediary even if under the relevant law the securities credited to the account are deemed to be held direct from the issuer. See further comments in paragraphs Int-17 *et seq.*, 1-32 *et seq.* and the comments in paragraphs 4-43 *et seq.*

g) *"relevant intermediary"*

1-17 This means the intermediary that maintains the particular securities account for the particular account holder. The term is used to distinguish the account holder's intermediary from all other intermediaries. In the modern securities holding system, tiers of intermediaries often stand between the account holder and the issuer of the underlying securities and between the counterparties to a disposition of securities held with an intermediary. For any securities account there is only one relevant intermediary, namely the intermediary who maintains that account. Thus, the Convention requires the applicable law to be determined separately for each account. The significance of this lies in the fact that the Article 2(1) issues arising in relation to any securities account will be governed solely by the law applicable in relation to that account under Article 4 or Article 5. They will not, for example, be governed by the law applicable to the Article 2(1) issues arising in relation to accounts maintained by a higher-tier intermediary – even in a Contracting State whose substantive law allows the account holder to look through its own intermediary and assert rights against a higher-tier intermediary. See further comments on Article 2(1)(e) in paragraphs 2-24 *et seq.*

1-18 As to the relevant intermediary in relation to dispositions by the account holder in favour of its own intermediary, see Article 4(3) and the comments in paragraphs 4-41 and 4-42.

h) *« transfert »*

1-19 Le terme « transfert » désigne tout transfert de propriété, pur et simple ou à titre de garantie, ainsi que toute autre constitution de sûreté. En ce qui concerne les transferts de propriété purs et simples, le « transfert » comprend les opérations de pension (mise en pension et prise en pension), les opérations d'achat-revente ou de vente-rachat ainsi que les prêts d'actions. En ce qui concerne les constitutions de garantie, il comprend les opérations avec et sans dépossession. Cependant, il faut garder à l'esprit que la Convention ne s'applique pas aux transferts de titres détenus directement par le constituant de la sûreté (voir para. Int-24). Ainsi, un nantissement de titres au porteur au moyen d'une remise matérielle des certificats correspondants par le constituant / détenteur au créancier nanti ne constitue pas un transfert relevant de la Convention. En conséquence, la référence aux sûretés avec dépossession dans la définition du transfert vise les systèmes juridiques (notamment les systèmes de droit civil) qui ont un concept de remise de détention des biens incorporels, de sorte qu'une sûreté avec dépossession peut être constituée sur des titres au moyen d'une inscription en compte. L'article 1(2) précise le sens du terme de « transfert » (voir les observations au para. 1-30).

i) *« opposabilité »*

1-20 Dans de nombreux systèmes juridiques, une sûreté valablement constituée ou un autre transfert, bien que produisant ses effets entre les parties du fait de leur convention, ne produit d'effets à l'encontre d'un tiers acquérant un droit portant sur l'objet que si une formalité supplémentaire a été effectuée. Cette démarche est désignée, par commodité, « opposabilité », définie à l'article 1(1)(i) comme étant l'accomplissement de toute formalité nécessaire en vue d'assurer le plein effet d'un transfert envers toute personne qui n'est pas partie à ce transfert, y compris un administrateur d'insolvabilité et les créanciers chirographaires dans le cadre de la procédure d'insolvabilité. Par exemple, pour qu'une sûreté conventionnelle produise des effets au-delà du bénéficiaire et du débiteur / constituant, la loi applicable pourra exiger que le bénéficiaire prenne le contrôle d'un compte de titres, fasse transférer les titres à un compte au nom du bénéficiaire, dépose un avis public ou effectue une autre formalité. Pour certains transferts, la loi applicable pourra ne pas imposer aux parties d'effectuer d'autres formalités que leur convention afin que le transfert produise ses effets envers les tiers. La loi applicable pourra ainsi considérer un intermédiaire comme disposant d'une sûreté opposable portant sur un compte de titres nanti ou transféré en sa faveur sans qu'une autre formalité que la convention elle-même soit nécessaire pour rendre la sûreté opposable aux tiers. Inversement, dans certains systèmes, une telle condition n'est pas seulement une condition de l'opposabilité mais un élément constitutif du transfert lui-même, à défaut duquel le prétendu transfert est dépourvu d'effets.

1-21 L'opposabilité ne signifie pas que le transfert rendu opposable doit primer sur ou être nécessairement inattaquable envers les droits de tous les tiers. Même si une sûreté ou un autre transfert est rendu opposable, la question de savoir si la sûreté opposable est prioritaire sur des droits concurrents particuliers, tels que d'autres droits rendus opposables, certains types de droits non rendus opposables, des acquéreurs ayant obtenu un droit concurrent de bonne foi sans connaissance d'une revendication d'un tiers et des créanciers tels que le fisc pouvant bénéficier de priorités légales, est une question de *priorité* (et non d'opposabilité) soumise à la loi applicable. De même, la question de savoir si une sûreté rendue opposable selon une méthode (par ex., prise de contrôle d'un compte de titres nanti) est prioritaire sur une sûreté rendue opposable par une autre méthode (par ex., dépôt d'un avis public relatif à la sûreté) est une question de priorité, et non d'opposabilité.

j) *« établissement »*

1-22 Le sens du terme « établissement » est pertinent pour un certain nombre de dispositions de la Convention. Son importance essentielle tient au fait que lorsque, selon l'article 4(1), un titulaire de compte et son intermédiaire conviennent expressément du choix de la loi d'un Etat particulier pour régir les questions de l'article 2(1), cet accord ne produit effet aux fins de l'article 4(1) que si, au moment de cet accord (c'est-à-dire l'accord sur la loi applicable), l'intermédiaire pertinent dispose d'un établissement dans cet Etat qui, soit seul ; soit avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent en un lieu quelconque, exerce à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de comptes de titres, ou remplit par ailleurs l'une des conditions de la qualité « d'établissement conforme » (voir en outre les observations aux para. 4-21 et s.). Cette condition a pour but d'empêcher les parties de choisir la loi d'un Etat qui ne dispose d'aucun des liens indiqués à la seconde phrase de l'article 4(1) avec l'activité de titres de l'intermédiaire. « Etablissement » est également utilisé dans la première règle de rattachement subsidiaire (à l'art. 5(1)) pour l'exigence qu'une convention de compte écrite désigne expressément et sans ambiguïté l'établissement par lequel l'intermédiaire a conclu la convention de compte (lequel établissement doit être un établissement conforme). Il figure de nouveau dans l'article 12(4), qui traite des établissements dans les Etats à plusieurs unités et renvoie à l'article 4(1).

1-23 La définition ne spécifie aucune installation ou caractéristique particulière nécessaire pour l'existence d'un établissement. « Lieu d'activité » doit donc être interprété conformément à son sens courant, et est suffisamment souple pour inclure, par exemple, un navire sur lequel une succursale mobile exerce régulièrement son activité et pour tenir compte des évolutions techniques, telles que l'utilisation de l'Internet pour l'exercice d'activités relatives aux titres et à la tenue de comptes de titres. Il existe déjà de nombreuses « banques virtuelles » qui ne communiquent avec leurs titulaires de comptes que par des moyens électroniques, de sorte que les conventions de compte ne sont conclues dans aucun lieu où la banque dispose d'une présence matérielle. Ceci ne crée pas de difficulté car rien dans la Convention n'impose une référence au lieu où la convention de compte est effectivement conclue, bien que les parties disposent de la faculté de désigner ce lieu expressément selon le premier rattachement subsidiaire prévu à l'article 5(1). De même, le fait que le lieu d'activité soit considéré comme un établissement au sens de la Convention, n'implique pas non plus qu'il s'agisse d'un établissement autorisé à des fins réglementaires.

1-24 L'exclusion d'un lieu d'activité destiné par l'intermédiaire à n'être que temporaire a pour objet d'éviter le contournement de l'exigence d'un établissement conforme. L'utilisation du terme « destiné » indique que la question doit être tranchée par référence aux intentions de l'intermédiaire au moment de la constitution de l'établissement et non à la durée effective de l'établissement et à ses activités, qui ne seront pas nécessairement connues au moment de l'accord. Ainsi, un établissement qui, au moment de l'ouverture du compte de titres, n'est pas destiné par l'intermédiaire à être purement temporaire mais qui néanmoins ferme après peu de temps par manque de succès économique constitue donc un établissement au sens de la

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

h) *"disposition"*

1-19 The term "disposition" covers any transfer of title, whether outright or by way of security, and any other form of security interest. In relation to outright transfers of title, "disposition" includes sale and repurchase (repo), purchase and resale (reverse repo), transfers under sell/buy-back or buy/sell-back arrangements and stock loans. In relation to security transactions it covers both possessory and non-possessory security. However, it must be borne in mind that the Convention does not apply to dispositions of securities held directly by the grantor of the security interest (see para. Int-24). So a pledge of bearer securities by physical delivery of the relevant certificates by the pledgor/holder to the pledgee is not a disposition to which the Convention applies. Accordingly the reference to possessory security interests in the definition of "disposition" is directed to those legal systems (particularly civil law systems) which have a concept of delivery of possession of intangibles, so that a possessory security interest in securities may be created by book-entry. Article 1(2) further clarifies the meaning of the term "disposition" (see comments in para. 1-30).

i) *"perfection"*

1-20 In many legal systems a validly created security interest or other disposition, though effective as between the parties by virtue of their agreement, is not effective against a third party acquiring an interest in the subject-matter unless some further step has been taken. This step is conveniently termed perfection, which in Article 1(1)(i) is defined as the completion of any steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition, including an insolvency administrator and general creditors in the insolvency proceedings. For example, for a consensual security interest to have any effects beyond the secured party and the debtor/pledgor, the applicable law may require that the secured party take control over a securities account, have the securities transferred to an account in the secured party's name, make a public filing, or take some other step. For certain dispositions, the applicable law may not require the parties to take any particular steps beyond their agreement in order to make the dispositions effective against third parties. Thus the applicable law may deem an intermediary to have a perfected security interest over a securities account that is pledged or transferred to it with no further step beyond the agreement itself being required for effectiveness against third parties. Conversely, in some systems such a requirement is not merely a perfection requirement but a constituent element of the disposition itself without which a purported disposition has no effect.

1-21 Perfection does not mean that the perfected disposition must have priority over and in all events be invulnerable to the claims of all third parties. Even if a security interest or other disposition is perfected, it is a question of *priority* (not of perfection) under the applicable law whether the perfected interest has priority over particular competing interests, such as other perfected interests, certain types of unperfected interest, purchasers who acquire a competing interest in good faith without notice of an adverse claim and creditors such as tax authorities who may enjoy statutory priorities. Likewise, it is a priority question, not a perfection matter, whether a security interest perfected by one method (*e.g.*, taking control over a pledged securities account) has priority over a security interest perfected by another method (*e.g.*, filing a public notice relating to the security interest).

j) *"office"*

1-22 The meaning of "office" is relevant to a number of provisions of the Convention. Its primary significance lies in the fact that where, under Article 4(1), an account holder and its intermediary expressly agree on a choice of the law of a particular State to govern the Article 2(1) issues, that agreement is effective for Article 4(1) purposes only if, at the time of that agreement (*i.e.*, the agreement on governing law), the relevant intermediary has an office in that State which alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary anywhere is engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts or otherwise satisfies any of the criteria to be a "Qualifying Office" (see further comments in paras. 4-21 *et seq.*). This requirement is designed to prevent the parties from choosing the law of a State which has none of the connections specified in the second sentence of Article 4(1) with the intermediary's securities business. "Office" is also used in the first fall-back rule (in Art. 5(1)) in the requirement that a written account agreement expressly and unambiguously identify the office through which the intermediary entered into the account agreement (which office must be a Qualifying Office); and it features again in Article 12(4), which deals with offices in Multi-unit States and refers back to Article 4(1).

1-23 The definition does not specify any particular facilities or features required for the existence of an office. So "place of business" is to be interpreted in accordance with its ordinary meaning and is sufficiently flexible to include, for example, a ship on which a mobile branch regularly conducts its business and to take account of technological developments, such as the use of the Internet to conduct activities relating to securities and the maintenance of securities accounts. Already there are many "virtual banks" which communicate with their account holders solely by electronic means, so that account agreements are not concluded at any place where the bank has a physical presence. This does not occasion any problem as there is nothing in the Convention that requires a reference to the place where the account agreement is in fact concluded, though it is open to the parties to designate that place expressly under the first fall-back rule in Article 5(1). Nor does the fact that a place of business is an office for the purposes of the Convention imply that it is an authorised office for regulatory purposes.

1-24 The exclusion of a place of business which is intended by the intermediary to be merely temporary is designed to prevent evasion of the Qualifying Office requirement. The use of the word "intended" makes it clear that the issue is to be judged by reference to the intermediary's intentions at the time when the office is established and not with the actual duration of the office and its activities, which would not necessarily be known at the time of the agreement. So an office which, at the time the securities account is opened, is not intended by the intermediary to be purely temporary but in fact closes after a short time because it fails to achieve the success expected will still constitute an office within the definition. Again, an office

Goode, Kanda and Kreuzer Report

définition. Par ailleurs, un établissement ne cesse pas d'être un établissement conforme aux fins de l'article 4(1) lorsque l'intention devient par la suite celle d'une utilisation temporaire. (voir en outre les observations aux para. 4-27 et s.)

1-25 La définition désigne un lieu d'activité dans lequel *l'une* des activités de l'intermédiaire est exercée. Il n'est pas nécessaire que ces activités comprennent la tenue de comptes de titres ou les fonctions visées aux articles 4(1)(a)(i) et (ii). Mais à défaut, et si le critère alternatif à l'article 4(1)(b) n'est pas rempli, l'établissement ne sera pas un établissement conforme aux fins de l'article 4(1) ou du premier rattachement subsidiaire à l'article 5(1), mais pourra constituer un lieu d'activité aux fins des deuxième et troisième rattachements subsidiaires des articles 5(2) et (3). L'établissement doit être celui de l'intermédiaire lui-même. La définition exclut un lieu d'activité d'une personne autre que l'intermédiaire, et en vertu de l'article 6(d) il ne sera tenu aucun compte d'un tel lieu pour déterminer la loi applicable. L'établissement d'une filiale ou autre entreprise du groupe de l'intermédiaire n'est donc pas un établissement de l'intermédiaire aux fins de la Convention. Cette exclusion ne prévaut cependant pas sur les dispositions claires de la condition d'établissement conforme dans la seconde phrase de l'article 4(1)(a), qui prévoit expressément la combinaison des fonctions d'un établissement de l'intermédiaire pertinent avec les fonctions non seulement d'un autre établissement de l'intermédiaire pertinent mais également les fonctions, quel que soit leur lieu d'exécution, de toute autre personne agissant pour l'intermédiaire pertinent (y compris une filiale ou entreprise apparentée) afin de remplir la condition indiquée dans la seconde phrase de l'article 4(1).

k) *« procédure d'insolvabilité »*

1-26 La définition est identique à celle utilisée à l'article 5 de la *Convention des Nations Unies sur la cession de créances dans le commerce international* de 2001 (« Convention NU »). C'est une définition étendue destinée à englober les différents types de procédure selon le droit régissant l'insolvabilité dans tout Etat, y compris les procédures provisoires. La définition s'applique sans tenir compte de la nature du débiteur, des motifs de l'ouverture de la procédure, de son but (liquidation, restructuration ou autre), et que la procédure soit volontaire ou forcée. Elle est cependant limitée aux procédures collectives, c'est-à-dire aux procédures dans lesquelles l'administrateur d'insolvabilité représente la masse des créanciers, par opposition aux procédures possibles dans certains ressorts et destinées à accorder une voie d'exécution pour un créancier particulier (par ex., une *administrative receivership* en Angleterre).

l) *« administrateur d'insolvabilité »*

1-27 Cette définition est tirée de celles figurant à l'article 5 de la Convention NU (voir le para. 1-26) et l'article 1(l) de la *Convention relative aux garanties internationales portant sur des matériels d'équipement mobiles* (Convention du Cap) de 2001. L'administrateur d'insolvabilité peut être une autorité administrative ou un particulier, investi dans l'un ou l'autre cas de pouvoirs selon la loi applicable en matière d'insolvabilité. Cependant, la définition ne comprend ni une personne qui assume des pouvoirs de gestion pour le compte d'un créancier bénéficiaire de sûreté particulier (voir les observations au para. 1-26) ni un groupe de créanciers assumant de tels pouvoirs selon un accord d'apurement informel. La référence à un « débiteur non dessaisi » fait référence aux dispositions régissant l'insolvabilité dans certains ordres juridiques, qui laissent aux mains de sa direction la gestion de l'activité d'un débiteur insolvable soumis à une restructuration.

m) *« Etat à plusieurs unités »*

1-28 Certains Etats comprennent des unités territoriales disposant de systèmes de droit différents. Il peut s'agir soit d'Etats fédéraux, dans lesquels le pouvoir législatif est réparti entre une législature fédérale et des législatures d'état ou provinciales, soit d'Etats non fédéraux composés de deux ou plusieurs unités territoriales ayant des systèmes juridiques différents. L'article 12, ainsi que l'article 5, comportent des dispositions particulières pour déterminer la loi applicable pour les Etats à plusieurs unités, dont l'effet est que dans certains cas les références dans la Convention à un Etat doivent être considérées comme des références à l'unité territoriale pertinente et certaines références doivent être considérées comme visant l'Etat lui-même (par ex., le critère de l'établissement conforme à l'art. 4(1)), alors que les articles 16 et 20 permettent à un Etat contractant de faire une déclaration relative à ses unités territoriales.

n) *« écrit »*

1-29 La définition étendue est destinée à suivre les évolutions technologiques. Elle indique que les transmissions électroniques sont considérées comme des écrits si elles peuvent être reproduites sous une forme matérielle. La définition utilisée est fondée sur celle utilisée à l'article 1(nn) de la Convention du Cap (voir le para. 1-27), mais omet l'expression « ce support indiquant l'approbation de l'information par une personne par un moyen raisonnable ». En conséquence, il n'existe aucune exigence d'authentification au moyen d'une signature matérielle ou électronique ou quelque autre moyen. Une convention de compte écrite est exigée pour le premier rattachement subsidiaire à l'article 5(1). Les déclarations d'un Etat contractant doivent également être notifiées par écrit au Dépositaire en vertu de l'article 22(a).

II. Autres dispositions relatives aux définitions

A. *Transfert – article 1(2)*

1-30 L'article 1(2) comprend trois dispositions distinctes en vue d'éliminer les incertitudes et d'éviter les erreurs quant à la portée du terme de « transfert ». Premièrement, l'article 1(2)(a) précise qu'un « transfert de titres » comprend le transfert de la totalité d'un compte de titres ainsi qu'un transfert de l'un, d'une partie, ou de la totalité des titres crédités à un compte de titres. Par exemple, dans certains systèmes juridiques il est possible de constituer une sûreté sur l'un ou la totalité des titres crédités à un compte au moment de la constitution ou sur ces titres et les titres crédités ultérieurement sur ce compte. Lors de ces deux types de transferts, le constituant demeure titulaire de compte, disposant du pouvoir et du droit d'effectuer des transactions portant sur les titres grevés (dans les limites prévues par l'accord). La constitution de sûreté sur un compte dans sa globalité est un procédé alternatif pour constituer une sûreté portant automatiquement sur l'ensemble des titres crédités sur le compte à ce moment là et par la suite ; ce procédé permet d'octroyer de manière efficace une garantie tout en laissant au constituant de garantie la souplesse nécessaire à la gestion de ses placements. L'article 2(1)(a) précise que ce dernier procédé est aussi couvert par le terme « transfert ». Le transfert pur et simple d'un compte de titres diffère en ce que le compte

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

does not cease to be a Qualifying Office for the purpose of Article 4(1) when the intention subsequently changes to one of temporary use. See further comments in paragraphs 4-27 *et seq.*

1-25 The definition refers to a place of business at which *any* of the activities of the intermediary are carried on. It is not necessary that those activities should include the maintenance of securities accounts or the functions described in Article 4(1)(a)(i) and (ii). But if they do not and if the alternative criterion in Article 4(1)(b) is not met, the office will not constitute a Qualifying Office for the purpose of Article 4(1) or the first fall-back rule in Article 5(1) but it may constitute a place of business for the purpose of the second and third fall-back rules in Article 5(2) and (3). The office must be that of the intermediary itself. The definition excludes a place of business of any person other than the intermediary, and under Article 6(d) no account may be taken of any such place in determining the applicable law. Thus the office of a subsidiary or other affiliate of the intermediary is not an office of the intermediary for the purposes of the Convention. This exclusion does not, however, override the clear provisions of the Qualifying Office condition in the second sentence of Article 4(1)(a), which expressly provides for the combining of the functions of an office of the relevant intermediary with the functions of not only another office of the relevant intermediary but also the functions, wherever performed, of any other person acting for the relevant intermediary (including a subsidiary or an affiliate) in order to satisfy the condition set forth in the second sentence of Article 4(1).

k) *"insolvency proceeding"*

1-26 The definition is identical to that used in Article 5 of the 2001 *United Nations Convention on the Assignment of Receivables in International Trade* (UN Convention). It is a broad definition intended to encompass the various types of proceedings under the insolvency law of any State, including interim proceedings. The definition applies irrespective of the nature of the debtor, the grounds for commencement of proceedings, the purpose (liquidation, reorganisation or other) and whether the proceedings are voluntary or involuntary. It is, however, confined to collective proceedings, that is, proceedings in which the insolvency administrator represents the general body of creditors, as opposed to proceedings available in some jurisdictions which are designed to provide an enforcement remedy for a particular creditor (*e.g.*, in England, an administrative receivership).

l) *"insolvency administrator"*

1-27 This definition is taken from those contained in Article 5 of the UN Convention (see para. 1-26) and Article 1(l) of the 2001 *Convention on International Interests in Mobile Equipment* (Cape Town Convention). The insolvency administrator can be a governmental authority or a private person, in either case vested with authority under the relevant insolvency law. It does not, however, include a person who assumes management powers on behalf of a particular secured creditor (see comments in para. 1-26) or by a group of creditors under an informal workout arrangement. The reference to a "debtor in possession" reflects the insolvency laws of some jurisdictions by which the conduct of the business of an insolvent debtor undergoing reorganisation is left in the hands of its management.

m) *"Multi-unit State"*

1-28 Some States comprise territorial units that have different systems of law. These may either be federal States, in which legislative power is distributed between the federal legislature and state or provincial legislatures, or non-federal States consisting of two or more territorial units with different legal systems. Article 12, together with Article 5, contains specific provisions for determination of the applicable law for Multi-unit States, the effect of which is that for certain purposes references to a State in the Convention are to be treated as references to the relevant territorial unit and certain references are to be treated as being to the State itself (*e.g.*, the Qualifying Office test in Art. 4(1)), while Articles 16 and 20 enable a Contracting State to make declarations as to territorial units.

n) *"writing" and "written"*

1-29 The broad definition is intended to keep pace with technological developments. It makes clear that electronic transmissions are considered writings if they can be reproduced in tangible form. The definition is based on that used in Article 1(nn) of the Cape Town Convention (see para. 1-27) but omits the phrase "and which indicates by reasonable means a person's approval of the record". Accordingly there is no requirement of authentication by a physical or electronic signature or otherwise. A written account agreement is required for the first fall-back rule in Article 5(1). Declarations by a Contracting State are also required to be notified to the Depositary in writing under Article 22(a).

II. Further definitional provisions

A. *Disposition – Article 1(2)*

1-30 Article 1(2) contains three discrete provisions to eliminate doubt and avoid error with respect to the scope of the term "disposition". First, Article 1(2)(a) clarifies that a "disposition of securities" includes disposition of an entire securities account as well as disposition of one, some, or all of the securities credited to a securities account. For example, it is possible under some legal systems to grant a security interest in some or all of the securities credited to an account at the time of the granting or in those and securities later credited to the account; either such disposition leaves the grantor as the account holder, with the power and right to engage in dealings with respect to the encumbered securities (except as may be limited by agreement). A grant of a security interest in the entire account is an alternative technique to accomplish the grant of a security interest which automatically covers all securities then or thereafter credited to the account; this techniques facilitates the efficient providing of collateral while leaving the collateral giver the flexibility to manage its investments. Article 2(1)(a) makes clear that the latter technique is also within the meaning of the term "disposition." An outright transfer of a securities account differs in that the account would no longer be maintained

Goode, Kanda and Kreuzer Report

n'est plus détenu par l'auteur du transfert, qui n'est par la suite plus en mesure de disposer des titres du compte. En effet, le transfert d'un compte de titres pur et simple est en réalité réalisé par le transfert de tous les titres alors crédités sur ce compte à un compte détenu pour le bénéficiaire (plutôt que le transfert du compte de l'auteur du transfert lui-même).

1-31 Deuxièmement, l'article 1(2)(b) dispose que les références à un « transfert » comprennent un transfert en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte. Il est courant que les intermédiaires exigent un nantissement ou transfert de propriété en leur faveur de titres détenus pour un titulaire de compte en vue de la concession d'un crédit au titulaire de compte, que ce soit pour l'acquisition de titres ou autre. Troisièmement, bien que la Convention en général ne s'applique qu'aux droits conventionnels, l'article 1(2)(c) constitue une exception en incluant parmi les « transferts » un privilège légal en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte si le privilège concerne une créance née en relation avec la tenue et le fonctionnement d'un compte de titres. « Légal » comprend tous les privilèges qui ne sont pas uniquement fondés sur une convention. Ainsi l'article 1(2)(c) recouvre les privilèges légaux ou créés ou reconnus par les tribunaux, y compris les privilèges de compensation et privilèges de banque, à condition que dans chaque cas ils concernent la tenue et le fonctionnement d'un compte de titres, par opposition, par exemple, à un compte de dépôt bancaire. Les intermédiaires exploitant des systèmes de compensation et de règlement-livraison accordent souvent du crédit à leurs clients afin de faciliter le bon fonctionnement de ces systèmes. Les courtiers et négociants peuvent également avancer des fonds en vue de l'acquisition de titres pour le compte du titulaire de compte ou peuvent prévoir de compter sur le produit d'autres titres puis subir un retard dans le règlement par l'acheteur. Le droit législatif ou jurisprudentiel applicable peut accorder à de tels intermédiaires un privilège portant sur des titres détenus pour leurs clients dans la mesure de toute concession de crédit accordée ainsi que pour les charges qu'impliquent la gestion du compte, le traitement des opérations sur titres, et autres semblables. L'article 1(2)(c) assure que de tels privilèges sont considérés comme des transferts aux fins de l'application des règles de conflit de lois de la Convention. Lorsqu'un privilège non conventionnel échappe au champ d'application de l'article 1(2)(c) (par ex., un privilège fiscal), cela signifie uniquement qu'il ne s'agit pas d'un transfert au regard de la Convention. Il pourra néanmoins être affecté par la Convention, par exemple parce que la loi de la Convention détermine l'issue d'une contestation de priorité entre le titulaire d'un privilège non conventionnel et le bénéficiaire d'une sûreté conventionnelle. Un agent de registre ou de transfert doit être distingué d'un opérateur légal d'un système de règlement-livraison de titres (voir para. 1-36).

B. *Intermédiaire – articles 1(3)-(5)*

1. *Introduction*

1-32 Les dispositions des articles 1(3)-(5) sont destinées à déterminer si certaines personnes (y compris certains systèmes et leurs participants) doivent être considérées comme des intermédiaires aux fins de la Convention. Les organisations expressément identifiées au cours des discussions menant à la Convention comme étant celles pour lesquelles ces dispositions sont particulièrement pertinentes sont les dépositaires centraux de titres (DCT) au Danemark, en Finlande, en Norvège et en Suède, le système CREST pour le transfert des titres d'émetteurs situés au Royaume-Uni et en Irlande, et les systèmes français et japonais (voir les observations aux para. 1-11 et 1-16).

2. *Article 1(3)*

1-33 L'article 1(3) précise qu'une personne n'est pas un intermédiaire pour la seule raison qu'elle agit en qualité d'agent de registre ou de transfert pour un émetteur de titres (art. 1(3)(a)), ou enregistre dans ses livres des détails des titres crédités sur les comptes de titres tenus par un intermédiaire au nom de titulaires de comptes pour lesquels la personne agit en qualité de gestionnaire ou d'agent ou autrement dans une qualité purement administrative (art. 1(3)(b)).

1-34 Les fonctions d'agent de registre comprennent habituellement la tenue du registre de titres et le traitement des opérations sur titres pour le compte de l'émetteur. L'agent de registre est donc essentiellement un teneur de registres pour l'émetteur et n'est pas un intermédiaire. La fonction d'agent de registre est couramment combinée avec celle d'agent de transfert, dont le rôle est de traiter les transferts pour le compte de l'émetteur, enregistrant le nom du bénéficiaire dans le registre en remplacement de celui de l'auteur du transfert. Là encore, un agent de transfert n'agit pas en tant qu'intermédiaire en cette qualité. L'article 1(3)(a) n'est pas strictement nécessaire, mais a été inséré pour éliminer toute incertitude. Cela a été renforcé par l'article 2(3)(c) (voir les observations au para. 2-34). Un opérateur légal d'un système de règelement-livraison et de transferts de titres, tel que le système CREST au Royaume-Uni ou le système CHESS en Australie (voir para. 1-37) peut être distingué d'un agent de registre ou de transfert.

1-35 L'alinéa (b) vise la pratique par laquelle une banque convient avec son client de gérer les placements du client en faisant ouvrir un compte de titres auprès d'un tiers au nom du client, la banque tenant elle-même un registre parallèle des avoirs du client. Cela ne fait pas de la banque elle-même un intermédiaire, car elle n'est pas la partie détenant les titres pour le client, et les transferts ne peuvent être réalisés dans les livres de la banque, qui ne fait qu'enregistrer ce qui est détenu pour le compte du client dans les registres de l'intermédiaire tiers. La situation de la banque doit donc être différenciée de celle d'un DCT ou de toute autre personne tenant des comptes de titres sur lesquels des transferts peuvent être réalisés (voir art. 1(4) et les observations au para. 1-36). L'article 1(3) n'interdit pas, bien entendu, à une personne agissant comme agent, gestionnaire ou autrement dans une qualité purement administrative à l'égard d'un compte, d'être un intermédiaire à l'égard d'un autre compte.

3. *Article 1(4)*

1-36 Cette disposition, qui opère sous réserve de l'article 1(5), confirme explicitement qu'une personne doit être considérée comme un intermédiaire au sens de la Convention à l'égard (i) de titres qui sont crédités sur des comptes de titres tenus par cette personne en qualité de DCT ou (ii) de titres autrement transférables par voie d'inscription entre comptes de titres tenus par cette personne en une qualité autre que celle de DCT, telle qu'une banque centrale tenant des comptes pour des titres émis par le gouvernement de son Etat et transférables par voie d'inscription en comptes de titres, ou une personne tenant des comptes de titres en vertu d'un acte législatif pour la détention dématérialisée ou le transfert de titres. Par opposition aux personnes visées à l'article 1(3), celles visées à l'article 1(4) sont des DCT, banques centrales et autres dans les livres desquels des transferts peuvent ou doivent être effec-

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

for the transferor, who would thereafter no longer have the ability to deal with the securities in the account; indeed, an outright transfer of a securities account would actually be implemented by the transfer of all the securities then credited to that account to an account maintained for the transferee (rather than the transferor's account itself being transferred).

1-31 Secondly, Article 1(2)(b) states that references to a "disposition" include a disposition in favour of the account holder's intermediary. It is common for intermediaries to require a pledge or title transfer in their favour of securities held for an account holder to secure extensions of credit to the account holder, whether for the acquisition of securities or otherwise. Thirdly, although the Convention generally applies only to consensual interests, Article 1(2)(c) provides an exception by including as a "disposition" a lien by operation of law in favour of the account holder's intermediary if the lien is in respect of any claim that arises in connection with the maintenance and operation of a securities account. "Operation of law" encompasses all liens not merely based on agreement. Thus, Article 1(2)(c) extends to statutory liens and judicially created or recognised liens, including clearing liens and banker's liens, provided that in each case they relate to the maintenance and operation of a securities account, as opposed, for example, to a bank deposit account. Intermediaries that operate clearance and settlement systems often extend credit to their customers in order to facilitate the efficient operation of those systems. Again, broker-dealers may advance funds for the acquisition of securities on behalf of the account holder or may intend to look to the proceeds of other securities and then experience delay in settlement by the purchaser. Applicable statutory or judge-made law may give such intermediaries a lien over securities held for their customers to the extent of any credit provided by the intermediary as well as for charges involved in the administration of the account, the handling of corporate actions, and the like. Article 1(2)(c) ensures that such liens are treated as dispositions for purposes of applying the Convention's conflict of laws rules. Where a non-consensual lien falls outside Article 1(2)(c) (*e.g.*, a tax lien) this means only that it is not a disposition for the purposes of the Convention. It may nevertheless be affected by the Convention, for example because the Convention law determines the outcome of a priority dispute between the holder of a non-consensual lien and the grantee of a consensual security interest. A registrar or transfer agent is to be distinguished from a statutory operator of a securities transfer and settlement system (see para. 1-36).

B. *Intermediary – Article 1(3)-(5)*

1. *Introduction*

1-32 The provisions in Article 1(3)-(5) are designed to clarify whether certain persons (including certain systems and their participants) should be regarded as intermediaries for the purposes of the Convention. Organisations expressly identified during the discussions leading to the Convention as those to which these provisions are particularly relevant were the local central securities depositories (CSDs) in Denmark, Finland, Norway and Sweden, the CREST system for the transfer of securities of issuers in the United Kingdom and Ireland and the French and Japanese systems (see comments in paras. 1-11, and 1-16).

2. *Article 1(3)*

1-33 Article 1(3) makes it clear that a person is not an intermediary merely because it acts as registrar or transfer agent for an issuer of securities (Art. 1(3)(a)), or records in its books details of securities credited to securities accounts maintained by an intermediary in the names of account holders for which the person acts as manager or agent or otherwise in a purely administrative capacity (Art. 1(3)(b)).

1-34 The functions of a registrar typically include maintenance of the securities register and the handling of corporate actions on behalf of the issuer. The registrar is thus essentially a record keeper for the issuer and is not an intermediary. Commonly the function of registrar is combined with that of transfer agent, whose role is to handle transfers on behalf of the issuer, recording the name of the transferee in the register in place of that of the transferor. Again, a transfer agent does not in that capacity act as an intermediary. Article 1(3)(a) is strictly unnecessary but was inserted for the avoidance of doubt. This is reinforced by Article 2(3)(c) (see comments in para. 2-34). A statutory operator of a securities transfer and settlement system, such as the United Kingdom CREST system and the Australian CHESS system (see para. 1-37), may be distinguished from a registrar or transfer agent.

1-35 Sub-paragraph (b) is addressed to the practice by which a bank agrees with its customer to manage the customer's investments by arranging for a securities account to be opened with a third party in the name of the customer, the bank itself maintaining a parallel record of the customer's holdings. This does not make the bank itself an intermediary, since it is not the party holding the securities for the customer, nor can transfers be effected across the bank's books, which merely record what is held for the customer in the records of the third-party intermediary. The position of the bank is thus to be contrasted with that of a CSD or other person who maintains securities accounts across which transfers may be effected (see Art. 1(4) and comments in para. 1-36). Article 1(3) does not, of course, preclude a person that acts as an agent, manager or otherwise in a purely administrative capacity with respect to one account from being an intermediary with respect to another account.

3. *Article 1(4)*

1-36 This provision, which operates subject to Article 1(5), confirms explicitly that a person is to be considered an intermediary for purposes of the Convention in relation to (i) securities that are credited to securities accounts that are maintained by that person in the capacity of a CSD, or (ii) securities that are otherwise transferable by book entry across securities accounts maintained by that person in a capacity other than as a CSD, such as a central bank that maintains accounts for book-entry government securities issued by its government or a person that maintains securities accounts under statutory arrangements for the dematerialised holding and transfer of securities. In contrast to the persons described in Article 1(3), those referred to in Article 1(4) are CSDs, central banks and others across whose books transfers may or must be effected and

Goode, Kanda and Kreuzer Report

tués et qui n'agissent pas seulement pour l'émetteur en qualité d'agent de registre ou de transfert. Ainsi, un DCT, une banque centrale ou une autre personne tenant des registres des avoirs d'un investisseur, a la qualité d'intermédiaire même si le crédit des titres sur le compte de titres tenu par le DCT, la banque centrale ou une autre personne crée une relation directe entre l'investisseur et l'émetteur et donne lieu à des droits pouvant être exécutés à l'encontre de l'émetteur. Cela a une importance particulière pour les pays nordiques, où les titres nationaux, bien que crédités sur des comptes tenus par un DCT, sont néanmoins exécutoires à l'encontre de l'émetteur, et il a été souhaité que le DCT soit considéré comme un intermédiaire, même lorsqu'il n'agit pas en cette qualité, afin de bénéficier de la certitude juridique résultant de la Convention. L'effet est que la Convention s'applique à l'égard d'un compte auprès du DCT bien que le droit du titulaire de compte résultant du crédit des titres sur le compte de titres tenu par le DCT soit exécutoire à l'encontre de l'émetteur. Il n'est pas nécessaire de se reposer sur l'article 1(4) lorsque le DCT agit en qualité d'intermédiaire réel, par exemple parce qu'il détient des titres étrangers sur un compte en son nom propre auprès d'un autre DCT et le fait pour le compte de ses propres titulaires de comptes. Même une personne qui n'a pas la qualité de DCT doit être considérée comme un intermédiaire si des transferts peuvent être réalisées dans ses livres, et il en est ainsi que la personne en cause figure ou non dans la chaîne de propriété. Cette disposition confirme également qu'une banque centrale agissant à l'égard de titres pouvant être transférés par voie d'inscription entre comptes de titres tenus par la banque centrale est un intermédiaire à l'égard de ces titres. Dans un certain nombre de systèmes juridiques, les personnes qui tiennent des comptes permettant d'effectuer des transferts par voie d'inscription en compte ne sont pas des maillons de la chaîne de propriété, qui va directement de l'émetteur au titulaire de compte ultime. Il en est ainsi, par exemple, en droit japonais et français. Il s'agit néanmoins d'intermédiaires au sens de la Convention (voir également les observations aux para. Int-17 et s., 1-16 et 4-43 et s. et notamment le para. 4-50). Comme indiqué au paragraphe 1-6, dans le cadre d'un opérateur institué par acte législatif d'un système de règlement-livraison et de transferts de titres, la référence aux comptes de titres doit être interprétée de façon extensive afin d'inclure toute forme d'inscription de détentions et de transferts de titres, que l'opérateur la désigne comme compte ou non. Cette référence couvrirait ainsi, par exemple, les sous-registres tenus par le système CHESS australien, qui à d'autres égards est semblable au système CREST du Royaume-Uni décrit ci-dessous.

4. *Article 1(5)*

1-37 L'article 1(5) a été rédigé en tenant plus particulièrement compte du système CREST du Royaume-Uni, mais pourra également être pertinent pour des systèmes semblables. Le système CREST est un système de transfert de titres constitués selon le droit du Royaume-Uni, de l'Irlande, de Jersey, de Guernesey et de l'Ile de Man au moyen d'inscriptions en compte électroniques dans des comptes tenus par CRESTCo Limited, l'opérateur du système. En qualité d'opérateur, CRESTCo tient des registres des avoirs d'investisseurs directement de l'émetteur. Une personne acquérant des titres à travers CREST est créditée dans ses registres. Dans le cas de titres constitués selon le droit du Royaume-Uni, les registres CREST constituent le registre des titulaires (et donc le registre principal des droits). Dans d'autres cas, des détails des transferts réalisés à travers le système CREST sont alors transmis à l'émetteur, qui tient le registre des titulaires. La réglementation applicable oblige l'émetteur à mettre à jour le registre afin de refléter les transferts. L'article 1(4) donnerait lieu à une difficulté lorsque, comme dans le cas de CREST, des titres émis par une société constituée dans un Etat (Irlande) sont entièrement traités par un organisme tel que CREST, ne disposant d'aucun établissement dans cet Etat et constitué et fonctionnant dans un autre Etat (le Royaume-Uni). L'article 1(4) pourrait donner lieu à l'application de la loi anglaise à des titres irlandais. Le problème ne serait pas résolu par l'article 1(3)(a) car CREST n'est pas un agent de transfert pour l'émetteur mais un opérateur légal autonome. Afin de traiter ces situations, l'article 1(5) permet à un Etat contractant de déclarer que l'opérateur d'un système de détention et de transfert de titres sur les livres de l'émetteur, ou autres registres constituant l'inscription principale de droits à l'encontre de l'émetteur, ne doit pas être considéré comme un intermédiaire aux fins de la Convention. CREST, selon les deux variantes indiquées ci-dessus, relève de cette description et pourra donc faire l'objet d'une déclaration en vertu de l'article 1(5). L'article 1(5) permet également à un Etat contractant d'exclure de la définition d'intermédiaire un opérateur qui est un DCT lorsqu'il n'agit pas en qualité d'intermédiaire.

1-38 Le pouvoir de faire une déclaration en vertu de l'article 1(5) est limité à l'Etat dont la loi régit la création des titres, car c'est cette loi qui subirait par ailleurs un empiétement du fait du fonctionnement normal de la Convention. Cette déclaration peut être faite à tout moment.

1-39 Un Etat contractant (sur le sens du terme « Etat contractant », voir le para. 1-43) n'est pas tenu de faire une déclaration en vertu de l'article 1(5) quant à tous les types de titres émis en vertu de son droit, mais peut limiter sa déclaration à une ou plusieurs catégories de titres précisées.

1-40 Une déclaration en vertu de l'article 1(5) n'affecte que la relation dans laquelle le DCT ou autre personne considérée comme un intermédiaire en vertu de l'article 1(4) est impliqué. Le DCT peut être un véritable intermédiaire à l'égard de titres étrangers qu'il détient à travers un autre DCT.

III. Termes supplémentaires utilisés dans le présent Rapport explicatif

1-41 Certains termes ne figurant pas dans la Convention sont utilisés par commodité dans le présent rapport.

1-42 **« Questions de l'article 2(1) »** : les questions énumérées à l'article 2(1) comme étant régies par la loi de la Convention.

1-43 **« Etat contractant »** : la Convention utilise ce terme dans de nombreuses dispositions, mais avec des sens divers. Selon l'article 2(1)(f) de la *Convention de Vienne sur le droit des traités de 1969*, l'expression « Etat contractant » désigne un Etat qui a consenti à être lié par une convention, que la convention soit entrée en vigueur ou non. Ceci contraste avec le terme « partie » qui désigne, selon l'article 2(1)(g) de la Convention de Vienne, un Etat qui a consenti à être lié par une convention et pour lequel cette convention est en vigueur[21].

[21] En vue d'éviter les confusions, le présent Rapport suit la terminologie de la Convention Titres et utilise le seul terme « Etat contractant ». Il convient de noter toutefois qu'à l'art. 1(5) la Convention utilise le terme « Etat contractant » pour désigner à la fois un Etat contractant et une partie (l'un ou l'autre peut faire la déclaration envisagée). De même, à l'art. 9, le terme recouvre à la fois un Etat contractant et une partie (la loi de la Convention s'applique, qu'elle soit ou non la loi d'un Etat contractant ou d'une partie). A l'art. 15, la Convention utilise le terme « Etat contractant » pour désigner une partie. L'art. 16(2) utilise le terme « Etat contractant » trois fois. Dans le premier cas, il

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

who are not merely acting for the issuer in the capacity of registrar or transfer agent. Thus a CSD or a central bank or other person that maintains records of an investor's holdings qualifies as an intermediary even if the credit of the securities to the securities account maintained by the CSD, central bank or other person establishes a direct relationship between the investor and the issuer and leads to rights which are enforceable against the issuer. This is of particular relevance to the Nordic countries, where domestic securities, though credited to accounts maintained by a CSD, are nevertheless enforceable against the issuer, and it was desired that the CSD be treated as an intermediary, even when not acting in that capacity, in order to benefit from the legal certainty provided by the Convention. The effect is that the Convention applies in relation to an account with the CSD even though the account holder's right resulting from the credit of the securities to the securities account maintained by the CSD are enforceable against the issuer. It is not necessary to rely on Article 1(4) where the CSD is acting as a true intermediary, for example because it holds foreign securities in an account in its own name with another CSD and does so on behalf of its own account holders. Even a person that is not a CSD is to be treated as an intermediary if transfers may be effected across its books, and this is so whether or not the person concerned features in the chain of title. This provision also confirms that a central bank that acts with respect to securities that are transferable by book entry across securities accounts maintained by the central bank is an intermediary with respect to such securities. In a number of legal systems those maintaining accounts through which transfers may be effected by book entry are not links in the chain of title, which runs direct from the issuer to the ultimate account holder. Such is the case, for example, under Japanese and French law. They are nevertheless intermediaries for the purposes of the Convention. See also the comments in paras. Int-17 *et seq.*, 1-16 and 4-43 *et seq.* (in particular para. 4-50). As stated in paragraph 1-6, in the context of statutory operator of a securities transfer and settlement system, the reference to securities accounts is to be broadly interpreted to include any form of record of holdings and transfers, whether or not denominated by the operator as an account, and would currently thus include, for example, sub-registers maintained by the Australian CHESS system, which in other respects is similar to the United Kingdom CREST system described below.

4. *Article 1(5)*

1-37 Article 1(5) was drafted with the United Kingdom CREST system in mind, but may also be relevant for similar systems. The CREST system is a system for the transfer of securities constituted under the laws of the United Kingdom, Ireland, Jersey, Guernsey and the Isle of Man by computerised book entries in accounts maintained by CRESTCo Limited, the operator of the system. As operator CRESTCo maintains records of holdings of investors direct from the issuer. A person acquiring securities through CREST is credited in its records. In the case of securities constituted under UK law, the CREST records constitute the register of holders (and therefore the primary record of entitlement). In other cases, details of transfers effected through the CREST system are then transmitted to the issuer, which maintains the register of holders; the issuer is required by the applicable legislation to update the register to reflect the transfer. Article 1(4) would cause a problem where, as in the case of CREST, securities issued by a company incorporated in one State (Ireland) are entirely handled by a body such as CREST having no office in that State and incorporated and operational in another State (the United Kingdom). Article 1(4) could lead to the application of English law to Irish securities. The problem would not be resolved by Article 1(3)(a) as CREST is not a transfer agent for the issuer but a free-standing statutory operator. To deal with such cases Article 1(5) enables a Contracting State to declare that the operator of a system for the holding and transfer of securities on records of the issuer, or other records which constitute the primary record of entitlement as against the issuer, is not to be treated as an intermediary for the purposes of the Convention. CREST, under both the variants described above, falls within this description and may therefore be the subject of a declaration under Article 1(5). Article 1(5) also enables a Contracting State to exclude from the definition of intermediary an operator which is a CSD when it is not acting in the capacity of intermediary.

1-38 The power to make a declaration under Article 1(5) is limited to the State under whose law the securities are constituted, because that is the law that would otherwise be encroached upon by the regular operation of the Convention. This declaration may be made at any time.

1-39 A Contracting State (on the meaning of the term "Contracting State", see para. 1-43) need not make a declaration under Article 1(5) as to all types of securities issued under its law but may confine its declaration to one or more specified categories of securities.

1-40 A declaration under Article 1(5) only affects the relationship in which the CSD or other person treated as an intermediary by Article 1(4) is involved. The CSD may be a true intermediary as regards foreign securities which it holds through another CSD.

III. Additional terms used in this Explanatory Report

1-41 Certain terms which do not feature in the Convention are used for convenience in this Report.

1-42 **"Article 2(1) issues"**: the issues listed in Article 2(1) as those which are governed by the Convention law.

1-43 **"Contracting State"**: The Convention uses this term in numerous provisions but with varying meanings. According to Article 2(1)(f) of the 1969 Vienna Convention on the Law of Treaties, the term "contracting State" means a State which has consented to be bound by a Convention, whether or not that Convention has entered into force; this is in contrast to the term "party", which under Article 2(1)(g) of the Vienna Convention refers to a State that has consented to be bound by a Convention and for which that Convention is in force.[21]

[21] With a view to avoiding confusion, this Report follows the terminology of the Securities Convention and only uses the term "Contracting State". It should be noted, however, that in Art. 1(5) the Convention uses the term "Contracting State" to mean both a Contracting State and a State Party (either may make the envisaged declaration). Equally, in Art. 9 the term covers both a Contracting State and a State Party (the Convention law applies whether or not it is the law of a Contracting State or a State Party). In Art. 15, the Convention uses the term "Contracting State" to mean State Party. Art. 16(2) uses the term "Contracting State" three times. In the first instance, it means State Party; in

1-44 « **Loi de la Convention** » : la loi matérielle déterminée par application des règles de la Convention figurant dans les articles 4 ou 5.

1-45 « **Etablissement conforme** » : un établissement qui remplit la condition indiquée à l'article 4(1), seconde phrase (voir les observations aux para. 4-21 et s.). Dans le cas de l'article 4(1) (rattachement principal), la question de savoir si la condition est satisfaite est déterminée au moment où l'accord exprès sur la loi applicable est conclu ou, en cas de modification de la convention de compte dans laquelle le précédent accord sur la loi applicable est soit modifié soit dissocié et expressément reconfirmé, au moment de cette modification ou reconfirmation (voir les observations aux para. 4-27 et s.). Dans le cas de l'article 5(1) (rattachement subsidiaire), la question de savoir si cette condition est satisfaite est déterminée au moment de la première conclusion de la convention de compte écrite (comprenant la déclaration expresse et dépourvue d'ambiguïté), et non le moment de la conclusion d'un accord exprès sur la loi applicable (voir les observations aux para. 4-29 et 5-4).

Article 2 *Champ d'application matériel de la Convention et domaine de la loi applicable*

1. La présente Convention détermine la loi applicable aux questions suivantes concernant des titres détenus auprès d'un intermédiaire :

a) la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers des droits résultant du crédit de titres à un compte de titres ;

b) la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

c) les éventuelles conditions d'opposabilité d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

d) si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire a pour effet d'éteindre ou de primer le droit d'une autre personne ;

e) les éventuelles obligations d'un intermédiaire envers une personne autre que le titulaire de compte qui revendique des droits concurrents sur des titres détenus auprès de cet intermédiaire à l'encontre du titulaire de compte ou d'une autre personne ;

f) les éventuelles conditions de réalisation d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ;

g) si le transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire s'étend aux droits aux dividendes, revenus, ou autres distributions, ou aux remboursements, produits de cession ou tous autres produits.

2. La présente Convention détermine la loi applicable aux questions mentionnées au paragraphe (1) concernant un transfert de titres ou d'un droit sur ces titres détenus auprès d'un intermédiaire, même si les droits résultant du crédit de ces titres à un compte de titres sont déterminés, conformément au paragraphe (1)(a), comme étant de nature contractuelle.

3. Sous réserve du paragraphe (2), la présente Convention ne détermine pas la loi applicable :

a) aux droits et obligations résultant du crédit de titres à un compte de titres, dans la mesure où ces droits et obligations sont de nature purement contractuelle ou autrement purement personnelle ;

b) aux droits et obligations contractuels ou personnels des parties à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ; et

c) aux droits et obligations d'un émetteur de titres ou d'un agent de registre ou de transfert d'un tel émetteur, que ce soit à l'égard du titulaire des droits sur les titres ou de toute autre personne.

I. Introduction

2-1 L'article 2 définit le champ d'application matériel de la Convention non en termes généraux mais au moyen d'une liste exhaustive de questions particulières auxquelles la loi de la Convention s'applique[22]. La Convention est une pure convention de conflit de lois et n'affecte et ne crée aucune disposition matérielle applicable aux titres détenus auprès d'un intermédiaire. Elle n'a ainsi aucun effet sur les règles actuelles ou futures de droit matériel, notamment à l'égard de la nature des droits d'un investisseur portant sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ou des conditions de constitution ou de transfert de tels droits ; elle ne prend pas non plus position sur des questions de droit matériel telles que celle de savoir s'il est possible de tracer, dans un but quelconque, un droit portant sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire à travers cet intermédiaire vers un intermédiaire à un niveau supérieur ou jusqu'à l'émetteur (voir les para. Int-18 et s. et les observations supplémentaires ci-dessous).

2-2 L'article 2(1) énumère, dans une liste exhaustive mais très large et formulée dans des termes délibérément généraux, toutes les questions relevant du champ d'application de la Convention. L'étendue de l'article 2(1) est soulignée par l'article 2(2), qui dispose que la Convention détermine la loi applicable à toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard à la fois d'un transfert de titres et d'un droit statique portant sur des titres, et cela même si les droits résultant du crédit de ces titres à un compte de titres sont de nature contractuelle (voir les observations au para. 2-30). Toutes les questions mentionnées aux articles 2(1)(a)-(g) sont régies par la loi applicable déterminée en vertu de l'article 4 ou de l'un des rattachements subsidiaires prévus à l'article 5. La liste de l'article 2(1) est censée être complète et comprendre toutes les questions susceptibles d'avoir une importance pratique. La Convention ne s'étend pas aux questions ne relevant pas de l'article 2(1). Il sera rarement nécessaire d'examiner la formulation de la liste en détail ou la catégorie particulière de la liste dont relève une question (voir para. 2-9). Il n'est pas possible qu'à l'égard d'un compte de titres en particulier certaines questions de l'article 2(1) soient régies par une loi et d'autres par une loi différente (voir para. 4-10).

2-3 La Convention ne s'applique que si des titres sont détenus auprès d'un intermédiaire. Elle ne s'applique pas aux droits d'une personne en qualité de titulaire inscrit de titres dans les registres tenus par ou pour l'émetteur ou en qualité de détenteur de certificats représentant des titres au porteur si les titres ne sont pas crédités à un compte de titres (voir l'exemple 2-1, suivant le para. 2-16). Jusqu'au premier crédit de titres à un compte de titres, les faisant

désigne une partie ; dans les deux autres, il désigne à la fois un Etat contractant et une partie (c'est-à-dire que la déclaration envisagée peut être faite par un Etat lorsqu'il a l'une ou l'autre qualité). L'art. 16(3) utilise le terme « Etat contractant » deux fois. Dans les deux cas, il désigne à la fois un Etat contractant et une partie (c'est-à-dire que la déclaration envisagée peut être faite par un Etat lorsqu'il a l'une ou l'autre qualité). Dans l'art. 18, le terme « Etat contractant » désigne à la fois un Etat contractant et une partie.

[22] Par commodité, ces questions sont dites les questions de l'art. 2(1), et la loi de la Convention désigne la loi matérielle déterminée par la Convention (voir para. 1-44).

1-44 **"Convention law"**: the substantive law determined by application of the Convention rules contained in Articles 4 or 5.

1-45 **"Qualifying Office"**: an office that satisfies the condition specified in Article 4(1), second sentence (see comments in paras. 4-21 *et seq.*). In the case of Article 4(1) (primary rule), whether this condition is satisfied is determined as of the time when the express agreement on governing law is made or, in case of an amendment to the account agreement in which the previous agreement on governing law is either modified or singled out and expressly reconfirmed, as of the time of such modification or reconfirmation (see comments in para. 4-27 *et seq.*). In the case of Article 5(1) (fall-back rule), whether this condition is satisfied is determined as at the time the written account agreement (containing the specified express and unambiguous statement) is first entered into (and not as at the time of the making of an express agreement on governing law); see comments in paras. 4-29 and 5-4).

Article 2 *Scope of the Convention and of the applicable law*

1. This Convention determines the law applicable to the following issues in respect of securities held with an intermediary –

a) the legal nature and effects against the intermediary and third parties of the rights resulting from a credit of securities to a securities account;

b) the legal nature and effects against the intermediary and third parties of a disposition of securities held with an intermediary;

c) the requirements, if any, for perfection of a disposition of securities held with an intermediary;

d) whether a person's interest in securities held with an intermediary extinguishes or has priority over another person's interest;

e) the duties, if any, of an intermediary to a person other than the account holder who asserts in competition with the account holder or another person an interest in securities held with that intermediary;

f) the requirements, if any, for the realisation of an interest in securities held with an intermediary;

g) whether a disposition of securities held with an intermediary extends to entitlements to dividends, income, or other distributions, or to redemption, sale or other proceeds.

2. This Convention determines the law applicable to the issues specified in paragraph (1) in relation to a disposition of or an interest in securities held with an intermediary even if the rights resulting from the credit of those securities to a securities account are determined in accordance with paragraph (1)(a) to be contractual in nature.

3. Subject to paragraph (2), this Convention does not determine the law applicable to –

a) the rights and duties arising from the credit of securities to a securities account to the extent that such rights or duties are purely contractual or otherwise purely personal;

b) the contractual or other personal rights and duties of parties to a disposition of securities held with an intermediary; or

c) the rights and duties of an issuer of securities or of an issuer's registrar or transfer agent, whether in relation to the holder of the securities or any other person.

I. Introduction

2-1 Article 2 defines the substantive scope of the Convention not in general terms but by a comprehensive list of specific issues to which the Convention law applies.[22] The Convention is a pure conflict of laws convention and does not affect or provide substantive law applicable to securities held with an intermediary. Thus, it has no effect on existing or future rules of substantive law, in particular related to the nature of an investor's interest in securities held with an intermediary or the requirements for creating or disposing of such an interest; nor does it take a position on substantive law issues as to whether an interest in securities held with an intermediary can for any purpose be traced through that intermediary to a higher-tier intermediary or to the issuer (see paras. Int-18 *et seq.*, and the further comments below).

2-2 Article 2(1) enumerates, in an exhaustive but very broad and intentionally very generally worded list, all the issues falling within the scope of the Convention. The breadth of Article 2(1) is underscored by Article 2(2), which provides that the Convention determines the law applicable to all the Article 2(1) issues in relation to both a disposition of and a static interest in securities even if the rights resulting from the credit of those securities to a securities account are contractual in nature (see comments in para. 2-30). All the issues mentioned in Article 2(1)(a)-(g) are governed by the applicable law determined under Article 4 or one of the fall-back rules provided in Article 5. The list in Article 2(1) is intended to be comprehensive and to include all issues that might have practical significance; the Convention does not extend to issues not covered by Article 2(1). There will seldom be a need to consider the wording of the list in any detail or the particular category of the list into which an issue falls (see para. 2-9). It is not possible, in respect of a particular securities account, for some issues in Article 2(1) to be governed by one law and others by a different law (see para. 4-10).

2-3 The Convention applies only if securities are held with an intermediary. It does not apply to the rights of a person as registered holder of securities in records maintained by or for the issuer or as possessor of certificates representing bearer securities if the securities are not credited to a securities account (see Example 2-1 following para. 2-16). Until securities are first credited to a securities account, thereby entering the intermediated system,

the latter two instances, it means both Contracting State and State Party (*i.e.*, the envisaged declaration may be made by a State when it has either status). Art. 16(3) uses the term "Contracting State" twice. In both instances, it means both Contracting State and State Party (*i.e.*, the envisaged declaration may be made by a State when it has either status). Under Art. 18, the term "Contracting State" means both a Contracting State and a State Party.

[22] For brevity these issues are referred to as the Article 2(1) issues, while the Convention law means the substantive law determined by the Convention (see para. 1-44).

entrer dans le système intermédié, la Convention n'a pas d'application. Mais une fois que des titres ont été crédités à un compte de titres, alors toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard de tous droits résultant d'un crédit ou d'un transfert de ces titres sont régies par la loi de la Convention, que le crédit soit en faveur de ce titulaire de compte ou de toute autre personne et que le titulaire de compte dispose ou non de droits directement à l'encontre de l'émetteur, bien que la Convention ne détermine pas la loi applicable aux droits et obligations de l'émetteur (exemples 2-1, 2-2, 2-3 et 2-12).

2-4 Au début des délibérations, l'accent a été mis sur les droits de propriété à l'égard des titres détenus auprès d'un intermédiaire. En fait, les premiers projets limitaient expressément la Convention à ces droits. Cependant, cette démarche a subi des modifications significatives au cours des délibérations et dans le texte final, du fait d'une longue discussion lors de la Session diplomatique quant à la nécessité de couvrir l'ensemble des questions de l'article 2(1) quelle que soit leur qualification au regard d'un système de droit particulier (ce qui a conduit à l'abandon de la terminologie réel / contractuel comme base de définition du champ d'application de la Convention) et quant à la relation entre l'article 2(1) et ce qui constitue désormais les articles 2(2) et 2(3). L'intention, traduite par la clarification de l'article 2(1) par l'article 2(2) et la subordination des articles 2(3)(a) et (b) à l'article 2(2), était de faire une distinction entre (i) les droits (qu'ils soient réels, purement contractuels, mixtes ou autres), se rapportant soit aux titres eux-mêmes et résultant du crédit de titres à un compte de titres soit au transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire, et (ii) les droits, dans la mesure où ils ne sont pas compris dans les questions de l'article 2(1), qui résultent uniquement de la relation contractuelle entre le titulaire de compte et son intermédiaire ou les parties à un transfert *inter se*. Si les premiers relèvent de l'article 2(1) et sont donc régis par la loi de la Convention, ces derniers sont régis par les règles de conflit de lois du for autres que celles figurant dans la Convention.

2-5 Il se peut que dans de rares cas l'on s'interroge quant à savoir si une question est couverte par la liste de l'article 2(1) ou non. La réponse doit être recherchée en se référant à la formulation des articles 2(1) et (2) et non en utilisant la loi de la Convention elle-même pour qualifier les droits. C'est seulement lorsque la loi matérielle applicable a été déterminée par la Convention que la loi de la Convention intervient pour déterminer et donner effet à toute qualification requise par cette loi matérielle. Ainsi, il n'est pas nécessaire, afin de déterminer si la Convention s'applique, de qualifier de droits de propriété ou contractuels ou autres les droits d'un titulaire de compte portant sur les titres eux-mêmes et résultant d'un crédit de titres à un compte de titres. La Convention s'applique aux droits portant sur des titres crédités à un compte de titres quelle que soit la qualification de la nature juridique de ces droits selon un système de droit quelconque et que le titulaire de compte dispose ou non de droits à l'encontre de l'émetteur directement.

2-6 La distinction entre les questions mentionnées à l'article 2(1) et celles qui ne le sont pas est également traduite à l'article 4(1) qui autorise les parties à une convention de compte à choisir une loi pour régir les questions de l'article 2(1), différente de la loi régissant la convention de compte en général, cette dernière loi étant déterminée en vertu des règles de conflit de lois du for autres que celles contenues dans la Convention.

2-7 L'article 2(3)(a), dont la rédaction n'est pas aussi heureuse qu'elle aurait pu l'être dans sa référence aux droits résultant d'un crédit de titres à un compte de titres, n'est pas destiné à être et ne doit pas être interprété comme constituant une réserve à l'article 2(1), mais plutôt comme traitant des droits de nature purement contractuelle ou autrement purement personnelle qui échappent entièrement au champ d'application de l'article 2(1). L'article 2(3)(a) est donc subordonné à l'article 2(2), qui précise que la Convention s'applique aux droits portant sur tous les titres détenus auprès d'un intermédiaire même si les droits résultant d'un crédit de titres à un compte de titres sont déterminés comme étant de nature contractuelle (voir les observations au para. 2-30). Par contraste, l'effet de l'article 2(3)(a) est de souligner que l'article 2(1) ne recouvre pas des questions telles que la teneur et la fréquence des relevés de compte, le niveau de diligence dû par l'intermédiaire dans la tenue des comptes de titres, le risque de perte, l'heure limite pour l'émission d'instructions, et autres semblables. De même, l'effet de l'article 2(3)(b), qui est également subordonné à l'article 2(2), est de souligner que l'article 2(1) ne recouvre pas des questions tenant à un transfert de titres telles que le nombre et le type de titres devant être transférés ou le prix des titres (voir l'exemple 2-11).

2-8 En conséquence, l'article 2(1) doit se voir accorder l'interprétation la plus large afin de comprendre tous les droits résultant d'un crédit de titres à un compte de titres, quelle que soit la manière dont la nature de ces droits est qualifiée par un quelconque système juridique. Les questions de l'article 2(1) comprennent celle de savoir si une prise en pension ou accord de transfert de propriété en garantie peut être requalifié de nantissement (exemple 2-7), le pouvoir d'un preneur de garantie de réutiliser des titres détenus auprès d'un intermédiaire (exemple 2-8), les conditions d'opposabilité, les règles de priorité (exemple 2-9), les devoirs d'un intermédiaire confronté à des réclamations en concours, y compris des « saisies à un niveau supérieur » (exemple 2-10), et si un transfert de titres entraîne un droit aux dividendes et autres revenus et produits.

II. Article 2(1) : questions régies par la loi applicable en vertu de la Convention – les règles en détail

A. *La nature de la liste de questions*

2-9 L'article 2(1) définit le domaine régi par la loi de la Convention au moyen d'un catalogue exhaustif de questions pratiques survenant couramment dans des opérations impliquant des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Les opérations principales sont un crédit de titres à un compte de titres et un transfert de tels titres (impliquant à la fois un débit et un crédit à un ou plusieurs comptes de titres auprès d'un ou plusieurs intermédiaires). Il ressort aisément de la formulation de la liste que dans tout cas d'espèce, plus d'un alinéa pourra être applicable à la même situation de fait, de sorte qu'il n'y a rien à gagner à déterminer quel alinéa particulier s'applique. Il suffit que la question relève de la liste. Par exemple, la constitution d'une sûreté sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire est un transfert au sens de l'article 2(1)(b), et en conséquence la Convention détermine la loi applicable aux « effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers » de la sûreté. Or pour qu'une sûreté puisse produire ses effets à l'encontre des tiers, la sûreté doit remplir les conditions d'opposabilité pertinentes, évoquées à l'article 2(1)(c). En vertu de l'article 2(1)(d), la loi de la Convention déterminera si la sûreté du preneur de garantie éteindra ou prévaudra sur le droit d'une autre personne (y compris le droit du titulaire de compte, de l'intermédiaire pertinent et de tout tiers). Cet exemple démontre que la liste doit être considérée dans son ensemble, et que pour que la question ne relève pas de la Convention, il faut qu'elle ne corresponde à aucun des alinéas.

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

the Convention has no application. But once securities have been credited to a securities account, then all Article 2(1) issues in relation to any rights resulting from a credit or a disposition of such securities are governed by the Convention law, whether the credit is in favour of the account holder or anyone else and whether or not the account holder also has rights directly against the issuer, though the Convention does not determine the law applicable to the rights and duties of the issuer (Examples 2-1, 2-2, 2-3 and 2-12).

2-4 At the beginning of the proceedings, the focus had been on proprietary rights in respect of securities held with an intermediary; indeed, earlier drafts expressly limited the Convention to such rights. However, this approach was significantly modified in the course of the proceedings and in the final text, which resulted from an extensive discussion at the Diplomatic Conference as to the need to cover all the Article 2(1) issues however they might be classified by a particular legal system (which led to the abandonment of the proprietary/contractual terminology as the basis for defining the scope of the Convention) and as to the relationship between Article 2(1) and what are now Articles 2(2) and 2(3). The intention, as reflected in the clarification of Article 2(1) by Article 2(2) and the subordination of Article 2(3)(a) and (b) to Article 2(2), was to distinguish (i) those rights (whether proprietary, contractual, mixed or other) which relate to either the securities themselves and result from the credit of securities to a securities account or the disposition of securities held with an intermediary, from (ii) those rights, to the extent they are not included within the Article 2(1) issues, which arise solely from the contractual relationship between the account holder and its intermediary or the parties to a disposition *inter se*. While the former fall under Article 2(1) and thus are governed by the Convention law, the latter are governed by the conflict of laws rules of the forum other than those contained in the Convention.

2-5 There may occasionally be cases where the question arises whether or not an issue falls within the Article 2(1) list. This question is to be answered by reference to the language of Article 2(1) and (2) and not by using the Convention law itself to characterise the rights. It is only when the applicable substantive law has been determined by the Convention that the Convention law comes into play to determine and give effect to any characterisation required by that substantive law. Thus, it is not necessary to classify an account holder's rights relating to the securities themselves and resulting from a credit of securities to a securities account as proprietary or personal or otherwise in order to determine whether the Convention applies. The Convention applies to the rights relating to securities credited to a securities account, however the legal nature of these rights is classified in any legal system and whether or not the account holder has rights directly against the issuer.

2-6 The division between issues specified in Article 2(1) and those that are not is also reflected in Article 4(1), which allows the parties to an account agreement to choose a law to govern the Article 2(1) issues which is different from the law governing the account agreement generally, the latter being determined by the conflict of laws rules of the forum other than those contained in the Convention.

2-7 Article 2(3)(a), the wording of which is not as felicitous as it might be in its reference to rights resulting from a credit of securities to a securities account, is not intended, and should not be read, as a qualification of Article 2(1) but rather as dealing with those purely contractual or other purely personal rights that fall outside Article 2(1) altogether. Hence, Article 2(3)(a) is subordinated to Article 2(2), which clarifies that the Convention applies to the rights relating to all securities held with an intermediary even if the rights resulting from a credit of securities to a securities account are determined to be contractual in character (see comments in para. 2-30). By contrast, the effect of Article 2(3)(a) is to underscore that Article 2(1) does not extend to such matters as the content and frequency of account statements, the intermediary's standard of care in maintaining securities accounts, risk of loss, deadlines in giving instructions, and the like. Similarly, the effect of Article 2(3)(b), which is also subordinated to Article 2(2), is to underscore that Article 2(1) does not extend to such matters related to a disposition of securities as the number and type of securities to be disposed or the price for the securities (see Example 2-11).

2-8 Accordingly Article 2(1) should be given the broadest interpretation so as to include all rights resulting from the credit of securities to a securities account, no matter how the legal nature of those rights is classified by any legal system. Included in the Article 2(1) issues are whether a repurchase agreement or transfer of title arrangement may be recharacterised as a pledge (Example 2-7), the power of a collateral taker to re-use securities held with an intermediary (Example 2-8), perfection requirements, priority rules (Example 2-9), the duties of an intermediary faced with competing claims, including 'upper tier' attachments (Example 2-10), and the question whether a disposition of securities carries with it a right to dividends and other income and proceeds.

II. Article 2(1): issues governed by the applicable law determined by the Convention – the provisions in detail

A. *The nature of the list of issues*

2-9 Article 2(1) defines the domain governed by the Convention law by means of a comprehensive catalogue of practical issues that typically arise in transactions involving securities held with an intermediary. The primary transactions are a credit of securities to a securities account and a disposition of such securities (which involves both a debit and a credit to one or more securities accounts with one or more intermediaries). It is readily apparent from the wording of the list that in any given case more than one sub-paragraph may apply to the same fact situation, so that there is nothing to be gained from determining which particular sub-paragraph applies. It suffices that the issue falls within the list. For example, the granting of a security interest in securities held with an intermediary is a disposition within Article 2(1)(b), and, accordingly, the Convention determines the law applicable to the "effects against the intermediary and third parties" of the security interest. Yet to render a security interest effective against third parties, the security interest must satisfy the relevant perfection requirements, which are referred to in Article 2(1)(c). Under Article 2(1)(d), the Convention law would determine whether the collateral taker's security interest extinguishes or has priority over another person's interest (including the interest of the account holder, the relevant intermediary and any third party). This example demonstrates that the list should be looked at as a whole, and only if the issue cannot fit into any of the sub-paragraphs is it not covered by the Convention.

2-10 La liste de l'article 2(1) remplit une autre fonction. A l'égard d'un compte de titres particulier, toutes les questions visées aux alinéas (a)-(g) sont régies par la même loi, c'est-à-dire la loi déterminée par la Convention. De même, les articles 4 et 5 servent à déterminer la loi pour toutes les questions visées. Ainsi, la liste de l'article 2(1) assure que toutes les questions pratiques qui pourraient survenir en rapport avec des opérations impliquant des titres détenus auprès d'un intermédiaire sont couvertes par la Convention, de sorte non seulement que la portée de la loi déterminée par la Convention sera universellement reconnue, mais en outre qu'une seule loi recouvrira toutes ces questions. Plus les parties pourront se reposer sur l'applicabilité de la Convention, mieux l'objectif de la Convention de conférer la certitude préalable sera réalisé. La formulation et la structure de l'article 2 ont pour objet de décourager les tribunaux de se livrer à des efforts tendant à juger que des questions échappent au champ d'application de la Convention. Si la question concerne des titres crédités à un compte de titres, elle relèvera probablement de la formulation extensive de l'article 2(1).

B. *La teneur de la liste*

(a) *Nature juridique et effets des droits résultant d'un crédit de titres à un compte de titres*

2-11 Différents systèmes juridiques qualifient les droits du titulaire de compte résultant d'un crédit de titres à un compte de titres de manières assez différentes. Dans certains systèmes, les droits du titulaire de compte sont qualifiés ou désignés comme étant un dépôt régulier, dépôt spécial ou autre forme de droit de propriété pouvant être rattaché à des titres individuels. Dans d'autres systèmes, les droits du titulaire de compte sont qualifiés de dépôt irrégulier, dépôt général ou autre forme de droit purement personnel (contractuel) à l'encontre de l'intermédiaire pour la remise ou le transfert d'un type et d'un nombre donnés de titres. Dans d'autres systèmes encore, les droits du titulaire de compte sont qualifiés ou désignés comme étant les droits d'un bénéficiaire dans le cadre d'un *trust,* droit fiduciaire, *Gutschrift in Wertpapierrechnung,* droits de copropriété portant sur une masse fongible, notionnelle ou comptable de titres, un *security entitlement,* ou autre ensemble de droits de propriété, contractuels ou autres (voir les exemples 2-4 à 2-6).

2-12 Le besoin d'une règle de conflit de lois claire permettant de déterminer quelle loi régit la nature juridique et les effets des droits d'un titulaire de compte résultant d'un crédit de titres à un compte de titres, vaut pour tous les systèmes de droit, quelle que soit la qualification du droit d'un investisseur à l'encontre de l'intermédiaire pertinent à l'égard de tous titres détenus auprès de ce dernier. L'article 2(1) répond à ce besoin en disposant que la Convention détermine la loi applicable à la nature juridique et aux effets de ces droits envers l'intermédiaire et les tiers. En conséquence, que les droits d'un titulaire de compte résultant d'un crédit de titres à un compte de titres soient qualifiés de l'une des manières indiquées au paragraphe précédent ou d'une autre manière, la Convention déterminera la loi régissant les questions de l'article 2(1), et il en sera ainsi même lorsqu'en vertu de la loi de la Convention, l'investisseur est considéré comme étant le propriétaire direct des titres.

2-13 L'article 2(1)(a) s'applique également à la situation où, après le crédit initial des titres à un compte de titres, il n'y a pas de transfert ultérieur des titres (un exemple d'une telle situation « statique » serait celle où un investisseur achète des titres et souhaite connaître les droits dont il dispose à l'encontre de l'intermédiaire du fait du crédit des titres au compte de titres de l'investisseur).

2-14 La Convention traite uniquement des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Elle ne recouvre pas les questions survenant en rapport avec les titres détenus directement. La Convention ne détermine pas non plus la loi applicable aux droits et obligations d'un émetteur de titres, que les titres soient détenus directement ou détenus auprès d'un intermédiaire (art. 2(3)(c), voir para. 2-34).

2-15 Les titres peuvent être crédités à un compte de titres parce que, par exemple, (a) l'émetteur, dans le cadre de la distribution initiale des titres, les a déposés auprès d'un DCT, soit matériellement, soit par inscription en compte, avec pour instructions de les créditer sur le compte de titres du titulaire de compte ; (b) le titulaire de compte détenait initialement les titres en son nom propre et les a déposés par la suite auprès de son intermédiaire ; ou (c) l'intermédiaire a acquis ou reçu des titres pour le compte du client ou les a transférés à ce compte à partir de l'avoir existant de l'intermédiaire lui-même. La question de savoir si et quand le crédit a été réalisé en droit est déterminée par la loi de la Convention (voir l'exemple 2-2), bien que ce ne soit que dans une faible minorité de cas que la question se posera. Par exemple, selon la loi de la Convention, des titres peuvent être considérés comme crédités sur le compte de titres d'un client (même s'ils ne sont pas en fait encore crédités) lorsqu'ils sont reçus par un intermédiaire (c'est-à-dire crédités sur le compte de titres de cet intermédiaire tenu par son propre intermédiaire) en faveur du client, constituant en substance un différé de compte.

2-16 Si le tribunal du for juge que, selon la loi de la Convention, les titres en cause n'ont pas encore été crédités à un quelconque compte de titres de façon à entrer dans le système intermédié, la Convention ne s'applique pas à l'égard de ces titres et d'autres règles de conflit de lois du for régiront toutes les questions portant sur les titres. Mais une fois que des titres ont, selon la loi de la Convention, été crédités à un compte de titres, la loi de la Convention régit les questions de l'article 2(1) à la fois à l'égard d'une situation statique (voir les observations au para. 2-13) et à l'égard de tout transfert ultérieur, que ce transfert se traduise ou non lui-même par un crédit à un autre compte de titres (voir l'exemple 2-2). Cependant, une fois qu'un transfert a été traduit par un crédit de titres sur un autre compte de titres, les droits résultant de ce crédit, ainsi que toutes les autres questions de l'article 2(1), seront régis par la loi de la Convention déterminée à l'égard de cet autre compte de titres, et si cet autre compte de titres est tenu par un autre intermédiaire, c'est cet intermédiaire qui sera l'intermédiaire pertinent (voir en outre les observations aux para. 4-11 et 4-43 et s.).

Exemple 2-1

L'investisseur I est titulaire de certains titres nominatifs et détient également des certificats représentant d'autres titres au porteur. I vend tous les titres à C, qui est enregistré à la place de I en qualité de titulaire des titres nominatifs et auquel I remet les certificats représentant les titres au porteur. La Convention ne détermine aucune des questions résultant des droits d'I ou de C portant sur les titres ou le transfert de titres, parce que les titres n'ont jamais été crédités à un compte de titres. Les règles de conflit de lois du for autres que celles figurant dans la Convention détermineront la loi applicable à toutes les questions résultant d'un droit sur ces titres ou de leur transfert.

Exemple 2-2

Les faits sont identiques à ceux de l'exemple 2-1, sauf que conformément aux instructions de C, I remet les certificats à l'intermédiaire de C pour être crédités sur le compte de

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

2-10 The list in Article 2(1) serves another function. In respect of a particular securities account, all the issues specified in sub-paragraphs (a)-(g) are governed by the same law, that is, the law determined by the Convention. Likewise, Articles 4 and 5 operate to determine the law for all the specified issues. Thus, the list in Article 2(1) ensures that all practical issues that may arise in relation to transactions involving securities held with an intermediary are covered by the Convention, so that not only will the coverage of the law determined by the Convention be universally recognised but also a single law will extend to all such issues. The more the parties can rely on the applicability of the Convention, the more the Convention's goal of providing *ex ante* certainty will be achieved. The language and structure of Article 2 are designed to discourage courts from engaging in efforts to hold matters to be outside the Convention's scope. If the issue concerns securities credited to a securities account, it will likely fall within the broad language of Article 2(1).

B. *The content of the list*

(a) *Legal nature and effects of rights resulting from a credit of securities to a securities account*

2-11 Different legal systems characterise the account holder's rights resulting from a credit of securities to a securities account in rather different ways. In some systems, the account holder's rights are characterised or denominated as a regular deposit, special deposit or some other form of property right traceable to individual securities. In other systems, the account holder's rights are characterised as an irregular deposit, general deposit or some other form of a purely personal (contractual) right against the intermediary to the delivery or transfer of a given type and number of securities. In still other systems, the account holder's rights are characterised or denominated as the interest of a beneficiary under a trust, a fiduciary interest, a *Gutschrift in Wertpapierrechnung*, co-property rights in a fungible, notional or book-entry pool of securities, security entitlements or some other bundle of property, contractual or other rights (see Examples 2-4 to 2-6).

2-12 The need for a clear conflict of laws rule to determine which law governs the legal nature and effects of an account holder's rights resulting from a credit of securities to a securities account relates to all legal systems, independently of how the right of an investor against the relevant intermediary in relation to any securities held through it may be characterised. Article 2(1) addresses this need by providing that the Convention determines the law governing the legal nature and effects of such rights against the intermediary and third parties. Accordingly, whether an account holder's rights resulting from the credit of securities to a securities account are characterised in one of the ways described in the preceding paragraph or in any other way, the Convention will determine the law governing the Article 2(1) issues, and this will be so even where under the Convention law an investor is treated as the direct owner of the securities.

2-13 Article 2(1)(a) also applies to a situation where, after the initial credit of securities to a securities account, there is no subsequent disposition of the securities (an example of such a 'static' situation is where an investor buys securities and wants to know what rights it has against the intermediary as a result of the credit of the securities to the investor's securities account).

2-14 The Convention is concerned solely with securities held with an intermediary. It does not cover questions arising in relation to directly held securities. The Convention also does not determine the law applicable to the rights and duties of an issuer of securities, whether the securities are directly held or held with an intermediary (Art. 2(3)(c); see para. 2-34).

2-15 Securities may be credited to a securities account because, for example, (a) the issuer, in the course of the initial distribution of the securities, deposited them with a CSD, either physically or by book-entry, with instructions to credit them to the securities account of the account holder; (b) the account holder originally held the securities in its own name and then deposited them with its intermediary; or (c) the intermediary has acquired or received securities for the customer's account or has transferred them to that account from the intermediary's own existing holding. Whether and when the credit has been legally effected is determined by the Convention law (see Example 2-2), though it is only in a small minority of cases that the question will arise. For example, under the Convention law, securities may be considered as credited to a customer's account (even if not in fact already credited) when they have been received by an intermediary (*i.e.*, credited to that intermediary's account maintained by its own intermediary) for the benefit of the customer, in effect a 'deemed credit'.

2-16 If the forum court determines that, under the Convention law, the securities in question have not yet been credited to any securities account so as to enter the intermediated system, then the Convention does not apply in relation to those securities and other conflict of laws rules of the forum will govern any issues relating to the securities. But once securities have, under the Convention law, been credited to a securities account, the Convention law governs the Article 2(1) issues both in relation to a static situation (see the comments in para. 2-13) and in relation to any subsequent disposition, whether or not that disposition has itself been reflected in a credit to another securities account (see Example 2-2). However, once a disposition has been reflected by a credit to another securities account, the rights resulting from that credit, as well as all other Article 2(1) issues, will be governed by the Convention law determined with respect to that other securities account, and if that other securities account is maintained by a different intermediary it is that intermediary which will be the relevant intermediary (see further comments in paras. 4-11 and 4-43 *et seq.*).

Example 2-1

Investor I is the holder of certain registered securities and is in possession of certificates representing other securities which are bearer securities. I sells all the securities to C, who becomes registered in place of I as the holder of the registered securities and to whom I delivers the certificates representing the bearer securities. The Convention does not determine any of the issues arising out of the interests of I or C in the securities or the disposition of the securities because the securities were never credited to a securities account. The conflict of laws rules of the forum other than those contained in the Convention will determine the law applicable to all the issues arising out of an interest in or the disposition of those securities.

Example 2-2

The facts are the same as in Example 2-1, except that, in accordance with C's instructions, I delivers the certificates to C's intermediary to be credited to C's securities account.

titres de C. Par la suite, C donne instruction à son intermédiaire de créditer les titres au compte de T auprès de l'intermédiaire de T mais du fait d'une erreur informatique, il y a un retard avant qu'ils ne soient crédités sur le compte de titres de T auprès de son propre intermédiaire. La loi de la Convention détermine le moment auquel les titres seront considérés comme ayant été crédités sur le compte de titres de C et l'effet de ce crédit. Si, en vertu de la loi de la Convention, les titres sont considérés comme n'ayant pas été crédités à ce compte de titres, la Convention n'a plus d'autre application parce que les titres ne sont pas encore détenus auprès d'un intermédiaire et jusqu'à ce qu'ils le soient, la loi qui régit les droits portant sur ces titres sera déterminée par les règles de conflit du for autres que celles figurant dans la Convention. Si, en vertu de la loi de la Convention, les titres sont considérés comme ayant été crédités sur le compte de titres de C et donc entrés dans le système intermédié, la loi de la Convention applicable à l'égard de ce compte régira les questions de l'article 2(1) survenant non seulement en rapport avec les droits de C portant sur les titres mais également en rapport avec le transfert en faveur de T. Une fois que les titres ont été crédités sur le compte de titres de T, les droits résultant de ce crédit et toutes autres questions de l'article 2(1) seront régis par la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de titres de T plutôt que de C (voir les para. 4-43 et s.). En aucun cas, cependant, la Convention ne déterminera la loi applicable aux droits et obligations de l'émetteur, car ces questions ne sont pas comprises dans l'article 2(1).

Exemple 2-3

Un investisseur fait créditer des titres à un compte de titres tenu pour lui par un intermédiaire organisé selon la loi coréenne. Cet intermédiaire coréen détient une position correspondante au même nombre de titres issus de la même émission dans un compte de titres tenu pour l'intermédiaire coréen par un intermédiaire organisé selon la loi japonaise. Les titres sous-jacents ont été émis par une société organisée selon la loi japonaise. Par la suite, dans le cadre d'une procédure en Ruritanie, où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la Convention s'applique pour déterminer la loi applicable aux questions de l'article 2(1) en rapport avec les droits de l'investisseur résultant du crédit à son compte de titres. Le demandeur prétend que la Convention ne s'applique pas parce que, selon la loi japonaise, l'investisseur a le droit de faire exécuter les titres à l'encontre de l'émetteur directement, et est considéré par ailleurs comme étant le propriétaire direct des titres. Cet argument est infondé et doit être rejeté. La Convention détermine la loi qui régit les questions de l'article 2(1) concernant les titres détenus auprès d'un intermédiaire, que l'investisseur ait ou non un droit d'exécution des titres à l'encontre de l'émetteur directement, ou soit ou non considéré par ailleurs comme étant le propriétaire direct des titres. En aucun cas, cependant, la Convention ne déterminera la loi applicable aux droits et obligations de l'émetteur car ces questions ne sont pas comprises dans l'article 2(1).

Exemple 2-4

Un investisseur fait créditer des titres à un compte de titres tenu pour lui par un intermédiaire organisé selon la loi de New York. Par la suite, dans le cadre d'une procédure en Ruritanie, où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la Convention s'applique pour déterminer la loi applicable aux questions de l'article 2(1) en rapport avec les titres crédités sur ce compte de titres. Le demandeur prétend que (i) la Convention ne détermine la loi applicable à aucune des questions de l'article 2(1) dans la mesure où la nature juridique des droits de l'investisseur est de nature « purement contractuelle ou autrement purement personnelle », (ii) la loi de New York définit la nature juridique des droits résultant d'un crédit de titres à un compte de titres comme étant un ensemble de droits sui generis *dénommés* security entitlement *et (iii) certains ou la totalité de ces droits sont de nature purement contractuelle ou autrement purement personnelle. Ces arguments sont fallacieux. Il n'est pas nécessaire de qualifier les droits en question de droits de propriété ou purement personnels ou autres pour déterminer si la Convention s'applique. La Convention détermine la loi applicable à toutes les questions de l'article 2(1) en rapport avec le* security entitlement *de l'investisseur, indépendamment de la qualification de* security entitlement *comme étant purement ou partiellement un droit de propriété, contractuel, mixte ou autre selon le droit de New York, de la Ruritanie ou autre. Par contraste, la Convention ne détermine pas la loi applicable aux questions purement contractuelles entre un titulaire de compte et son intermédiaire* inter se, *qui échappent aux questions énumérées à l'article 2(1) (voir les observations aux para. 2-4 à, 2-32 à 2-33, et l'exemple 2-12).*

Exemple 2-5

Les faits sont identiques à ceux de l'exemple 2-4, sauf que l'intermédiaire est organisé selon la loi allemande. Le demandeur prétend que la Convention ne détermine la loi applicable à aucune des questions de l'article 2(1) parce que la loi allemande définit la nature juridique des droits résultant d'un crédit de titres à un compte de titres auprès de l'intermédiaire comme une Gutschrift in Wertpapierrechnung *et qu'un tel droit est de nature purement contractuelle ou autrement purement personnelle. Même s'il en était ainsi, la Convention s'appliquerait néanmoins.*

Exemple 2-6

Les faits sont identiques à ceux de l'exemple 2-4, sauf que l'intermédiaire est constitué selon la loi italienne. Le demandeur prétend que la Convention ne détermine la loi applicable à aucune des questions de l'article 2(1) parce que la loi italienne définit la nature juridique des droits résultant du crédit de titres à un compte de titres auprès de l'intermédiaire comme étant un dépôt irrégulier et qu'un tel droit est de nature purement contractuelle ou autrement purement personnelle. L'argument est infondé. Il n'est pas nécessaire de qualifier les droits en cause de droits de propriété ou purement personnels ou autres pour déterminer si la Convention s'applique. La Convention détermine la loi applicable à toutes les questions de l'article 2(1) en rapport avec le dépôt irrégulier de l'investisseur, indépendamment de la qualification du dépôt irrégulier comme étant purement ou partiellement un droit de propriété, contractuel, mixte ou autre selon la loi italienne, de la Ruritanie ou autre.

2-17 La situation est identique même en ce qui concerne des droits portant sur des titres dont les parties elles-mêmes conviennent qu'ils sont purement contractuels.

(b) Nature juridique et effets d'un transfert

2-18 En vertu de l'article 2(1)(b), la loi de la Convention détermine la nature juridique et les effets envers l'intermédiaire et les tiers d'un transfert de titres. Le terme de « transfert » est défini à l'article 1(1)(h) et précisé plus avant à l'article 1(2) (voir les observations sur ces dispositions). Ces dispositions donnent effet à l'approche fonctionnelle de la Convention consistant à inclure tous les transferts en ne limitant le sens du terme « transfert » ni

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

Subsequently C instructs its intermediary to credit the securities to T's account with T's intermediary but because of a computer error there is some delay before these are credited to T's account with its own intermediary. The Convention law determines when the securities will be deemed to have been credited to C's securities account and what the effect of that credit is. If, under the Convention law, the securities are deemed not to have been credited to that securities account, the Convention has no further application because the securities are not yet held with an intermediary and, until they are, the law governing interests in them will be determined by the conflict rules of the forum other than those contained in the Convention. If under the Convention law, the securities are deemed to have been credited to C's securities account and thereby entered the intermediated system, the Convention law applicable in relation to that account will govern the Article 2(1) issues arising not only in relation to C's interest in the securities but also in relation to the disposition to T. Once the securities have been credited to T's securities account, the rights resulting from that credit, and all other Article 2(1) issues, will be governed by the Convention law determined with respect to T's rather than C's securities account. See paragraphs 4-43 et seq. In no event, however, will the Convention determine the law applicable to the rights and duties of the issuer, because those matters are not included in Article 2(1).

Example 2-3

An investor causes securities to be credited to a securities account maintained for it by an intermediary organised under the laws of Korea. The Korean intermediary holds a corresponding position in a like number of securities of the same issue in a securities account maintained for the Korean intermediary by an intermediary organised under the laws of Japan. The underlying securities were issued by a company organised under Japanese law. Later, in a proceeding in Ruritania, where the Convention is in force, the issue is whether the Convention applies to determine the law applicable to the Article 2(1) issues in relation to the investor's rights resulting from the credit to its securities account. The plaintiff argues that the Convention does not apply because, under Japanese law, the investor has the right to enforce the securities directly against the issuer and is otherwise treated as the direct owner of the securities. This argument is without merit and must be rejected. The Convention determines the law that governs the Article 2(1) issues in respect of securities held with an intermediary, independent of whether the investor has a right to enforce the securities directly against the issuer or is otherwise treated as the direct owner of the securities. In no event, however, will the Convention determine the law applicable to the rights and duties of the issuer, because those matters are not included in Article 2(1).

Example 2-4

An investor has securities credited to a securities account maintained for it by an intermediary organised under New York law. Later, in a proceeding in Ruritania, where the Convention is in force, the issue is whether the Convention applies to determine the law applicable to the Article 2(1) issues in relation to the securities credited to the securities account. The plaintiff argues that (i) the Convention does not determine the law applicable to any of the Article 2(1) issues to the extent the legal nature of the investor's interest in the securities is "purely contractual or otherwise purely personal" in nature, (ii) New York law defines the legal nature of the rights arising from the credit of securities to a securities account as a sui generis bundle of rights called a security entitlement and (iii) some or all of those rights are purely contractual or otherwise purely personal in nature. These arguments are fallacious. It is not necessary to classify the rights in question as proprietary or purely personal or otherwise in order to determine whether the Convention applies. The Convention determines the law applicable to all the Article 2(1) issues in relation to the investor's security entitlement, independent of whether the security entitlement is classified as partly or purely proprietary, contractual, mixed or other under New York, Ruritanian or any other law. In contrast, the Convention does not determine the law applicable to purely contractual matters between an account holder and its intermediary inter se which fall outside the matters listed in Article 2(1) (see comments in paras. 2-4 to 2-7, 2-32 to 2-33, and Example 2-11).

Example 2-5

The facts are the same as in Example 2-4, except that the intermediary is organised under the laws of Germany. The plaintiff argues that the Convention does not determine the law applicable to any of the Article 2(1) issues because German law defines the legal nature of the rights resulting from the credit of securities to a securities account with the intermediary as a Gutschrift in Wertpapierrechnung and such an interest is purely contractual or otherwise purely personal in nature. Even if this were true the Convention would still apply.

Example 2-6

The facts are the same as in Example 2-4, except that the intermediary is organised under the laws of Italy. The plaintiff argues that the Convention does not determine the law applicable to any of the Article 2(1) issues because Italian law defines the legal nature of the rights resulting from the credit of securities to a securities account with the intermediary as an irregular deposit and such an interest is purely contractual or otherwise purely personal in nature. This argument is without merit. It is not necessary to classify the rights in question as proprietary or purely personal or otherwise in order to determine whether the Convention applies. The Convention determines the law applicable to all the Article 2(1) issues in relation to the investor's irregular deposit, independent of whether the irregular deposit is classified as partly or purely proprietary, contractual, mixed or other under Italian, Ruritanian or any other law.

2-17 The position is the same even as to rights to securities which the parties themselves agree are to be purely contractual.

(b) *Legal nature and effects of a disposition*

2-18 Under Article 2(1)(b), the Convention law determines the legal nature and effects against the intermediary and third parties of a disposition of securities. The term "disposition" is defined in Article 1(1)(h) and is further elaborated in Article 1(2) (see comments on these provisions). These provisions give effect to the Convention's functional approach of including all transfers by not

par rapport à la fonction économique du transfert ni par rapport à la catégorie juridique dont il pourrait relever. Afin de déterminer si la Convention s'applique, il n'est donc pas nécessaire *a priori* d'évaluer si un transfert constitue, par exemple, une vente pure et simple ou un transfert de propriété à titre de garantie. C'est plutôt la loi applicable déterminée par la Convention qui régit la nature du transfert (et ses effets à l'égard des tiers).

2-19 En conséquence, les parties à un transfert peuvent se reposer sur le fait que la nature juridique (de même que les conséquences) de ce transfert selon la loi applicable telle qu'elle est déterminée par la Convention ne sera pas remise en cause ou modifiée par une autre loi (tout au moins par un juge dans un Etat où la Convention est en vigueur). Ceci a une importance particulière à l'égard des transferts de propriété à titre de garantie ou des contrats de vente et rachat (mise en pension). Si les opérations de pensions ont (du moins dans certains systèmes de droit) l'avantage d'éviter à la fois les difficultés concernant les règles d'opposabilité applicables aux nantissements et les restrictions affectant la réutilisation des titres par le preneur de garantie, les parties aux opérations de pension sont traditionnellement confrontées au risque que la pension pourrait être requalifiée de nantissement par un tribunal – parce que celui-ci juge que soit (i) l'intention des parties était que l'opération ait la nature juridique d'un nantissement quelle que soit sa forme, soit (ii) la nature juridique de l'opération est en substance un nantissement quelle qu'ait été l'intention des parties – avec la conséquence que si les conditions d'opposabilité d'un nantissement ne sont pas réunies, la totalité de l'opération de garantie pourrait être nulle. Si les parties concluent une opération de pension (ou utilisent tout autre mécanisme de transfert de propriété à titre de garantie), tous les juges de tous les Etats contractants sont tenus d'appliquer la loi de la Convention pour déterminer la nature juridique de ce transfert. La forme, la substance ou l'intention des parties quant à la nature juridique de l'opération sont dépourvues de pertinence pour déterminer la loi régissant la nature juridique du transfert, mais pourront être pertinentes pour appliquer la loi de la Convention. La Convention ne prévoit pas de règles matérielles quant à la nature juridique du transfert (et donc n'interdit pas une requalification selon le droit applicable), mais la Convention détermine bien la loi applicable régissant la question, et apporte donc la prévisibilité aux parties à l'opération.

Exemple 2-7

Un investisseur organisé selon la loi japonaise et une banque organisée selon la loi anglaise concluent une convention dans le cadre de laquelle : (1) l'investisseur vend à la banque tous les titres crédités à un compte de titres tenu au nom de l'investisseur par un intermédiaire organisé selon la loi de Singapour, et (2) l'investisseur s'engage à racheter à la banque des titres équivalents après 30 jours à un prix indiqué (la banque s'engage à les vendre selon les mêmes conditions). Cette convention comporte une clause d'élection de droit en faveur de la loi anglaise. La banque détient tous ses titres sur un compte de titres tenu par le même intermédiaire. L'intermédiaire convient expressément avec tous ses clients (y compris l'investisseur et la banque) que leurs conventions de compte sont régies par la loi de Singapour. Supposons que la loi de Singapour soit la loi de la Convention applicable à toutes les questions de l'article 2(1). Supposons également que la Convention soit en vigueur au Royaume-Uni. Dans le cadre d'une procédure devant un tribunal anglais, la nature et les effets de l'opération de pension sont mis en cause. En vertu de l'article 2(1)(b), la loi applicable en vertu de la Convention détermine la nature juridique d'un transfert. Quelle que soit son appréciation de la forme, de la substance ou de l'intention des parties relativement à la nature juridique du transfert, le tribunal anglais est tenu d'appliquer la loi de Singapour à cette question, et n'est pas libre de parvenir à un autre résultat en requalifiant l'opération de pension selon la loi anglaise (en dépit du fait que la loi anglaise est à la fois la loi régissant le contrat de prise en pension et la loi du for) ou un quelconque autre droit non singapourien.

2-20 Comme noté précédemment, l'article 2(1)(b) dispose que la loi déterminée par la Convention détermine la « nature juridique » et les « effets » d'un transfert « envers l'intermédiaire et les tiers ». Ces termes englobent la question importante de savoir si les droits acquis par une personne du fait d'un transfert de titres comprennent le droit de réutiliser les titres avec ou sans le consentement d'une autre personne. (Cette question, pour la même raison, est de même incluse lorsqu'elle se présente dans le contexte de la « nature juridique » et des « effets » des droits résultant d'un crédit de titres à un compte de titres.) Bien entendu, ce qui précède est exact, que l'opération implique un transfert pur et simple ou un transfert réalisé à des fins de garantie, et que la nature juridique des droits portant sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire en cause soit un droit de propriété, contractuel, mixte ou autre. Selon la quasi-totalité des systèmes de droit, l'un des attributs de la propriété d'un bien ou d'une créance est le droit de le ou la céder à un tiers ou d'utiliser le bien ou la créance aux fins propres du propriétaire sans aucun consentement de la personne auprès de laquelle il ou elle a été acquis. La loi diffère cependant d'un Etat à un autre en ce qui concerne la question de savoir si, et dans quelle mesure, les droits acquis dans le cadre d'un transfert à titre de garantie comprennent le droit de re-nantir, re-gager ou autrement réutiliser les titres. La Convention ne comporte pas de dispositions de droit matériel pour régler cette question, mais elle détermine bien la loi applicable régissant la question.

Exemple 2-8

Un investisseur fait créditer des titres à un compte de titres tenu pour lui par un intermédiaire. L'investisseur constitue une sûreté au bénéfice de l'intermédiaire sur tous les titres crédités sur son compte de titres afin de garantir une ligne de crédit auprès de l'intermédiaire. Le contrat de garantie entre l'investisseur et l'intermédiaire est muet quant à la possibilité pour l'intermédiaire de prêter, re-gager ou autrement réutiliser les titres nantis crédités sur le compte de l'investisseur aux fins propres de l'intermédiaire. L'intermédiaire prête tous les titres crédités sur le compte de titres de l'investisseur à un tiers, sans obtenir le consentement de l'investisseur. La loi de la Convention détermine si les droits de l'intermédiaire portant sur les titres comprenaient le droit de les réutiliser sans le consentement de l'investisseur.

(c) *Conditions d'opposabilité*

2-21 Le terme « opposabilité » est défini par l'article 1(1)(i) comme étant « l'accomplissement de toute formalité nécessaire en vue d'assurer le plein effet d'un transfert envers toute personne qui n'est pas partie à ce transfert. » La loi de la Convention détermine les conditions d'opposabilité d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire. Les conditions d'opposabilité varient d'un Etat à un autre. Bien qu'elles divergent quant aux méthodes acceptables et à leurs effets, elles jouent généralement un rôle pour déterminer les priorités. Elles servent souvent de moyen d'éviter les fraudes, en fournissant une preuve

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

restricting the meaning of "disposition" on the basis of either the economic function of the disposition or the legal category into which it might be placed. Therefore, in order to determine whether the Convention applies, it is not necessary a priori to assess whether a disposition is, for example, an outright sale or a transfer of title by way of security; rather, it is the applicable law determined by the Convention which governs the nature of the disposition (and its third party effects).

2-19 Accordingly the parties to a disposition may rely on the fact that the legal nature (and consequences) of that disposition under the applicable law as determined by the Convention is not going to be questioned or altered under a different law (at least not by a judge in a State where the Convention is in force). This is particularly important with regard to a transfer of title for collateral purposes or a sale and repurchase agreement ("repo"). While repos have (at least in some legal systems) the advantage of avoiding both difficulties relating to perfection rules applicable to pledges and restrictions on the reuse of the securities by collateral takers, parties to repo transactions traditionally have faced the risk that the repo might be recharacterised as a pledge by a court – because the court determines that either (i) the parties intended the transaction to have the legal nature of a pledge regardless of its form or (ii) the legal nature of the transaction in substance is a pledge regardless of the parties' intent – with the consequence that if the perfection requirements for a pledge have not been satisfied, the whole collateral arrangement might be void. If parties enter into a repo transaction (or use any other mechanism of a transfer of title by way of security), all judges in all Contracting States are bound to apply the Convention law to determine the legal nature of that disposition. The form, substance or the parties' intent as to the legal nature of the transaction has no bearing on determining which law governs the legal nature of the disposition but may be relevant in applying the Convention law. The Convention does not provide substantive law with respect to the legal nature of the disposition (and, thus, does not preclude recharacterisation under the applicable law), but the Convention does determine the applicable law governing the issue and, thus, provides predictability for transacting parties.

Example 2-7

An investor organised under the laws of Japan and a bank organised under the laws of England enter into an agreement pursuant to which: (1) the investor sells to the bank all the securities credited to a securities account maintained in the name of the investor by an intermediary organised under the laws of Singapore, and (2) the investor agrees to repurchase from the bank equivalent securities after 30 days at a specified price (the bank agrees to sell under the same conditions). This agreement contains a governing law clause designating English law. The bank holds all its securities in a securities account maintained by the same intermediary. The intermediary expressly agrees with all its customers (including the investor and the bank) that their account agreements are governed by the laws of Singapore. Assume that Singapore law is the Convention law applicable to all the Article 2(1) issues. Assume also that the Convention is in force in the United Kingdom. In a proceeding in an English court, the nature and effects of the repo transaction are called into question. Under Article 2(l)(b), the law applicable under the Convention determines the legal nature of a disposition. Regardless of its view of the form, substance, or the parties' intent as to the legal nature of the disposition, the English court is bound to apply the law of Singapore to that question and is not free to reach a different result by recharacterising the repo under English law (despite the fact that English law is both the law governing the repo agreement and the law of the forum) or any other non-Singapore law.

2-20 As noted above, Article 2(1)(b) provides that the law determined by the Convention determines the "legal nature" and the "effects" of a disposition "against the intermediary and third parties". These terms encompass the important issue whether the rights acquired by a person from a disposition of securities include the right to reuse the securities with or without the consent of another person. (This issue is, for the same reason, likewise encompassed when presented in the context of the "legal nature" and "effects" of the rights resulting from a credit of securities to a securities account.) Of course, the foregoing is true whether the transaction involves an outright transfer or one made for security purposes, and whether the legal nature of the interest in the particular securities held with an intermediary is proprietary, contractual, mixed or other. Under virtually all legal systems, an attribute of ownership of an asset or claim is the right to transfer it to a third party or otherwise use the asset or claim for the owner's own purposes without any consent from the person from whom it was acquired. The law differs from State to State, however, over whether and to what extent the rights acquired under a disposition by way of security include the right to repledge, rehypothecate or otherwise reuse the securities. The Convention does not provide substantive law to resolve this issue, but it does determine the applicable law governing the issue.

Example 2-8

An investor has securities credited to a securities account maintained for it by an intermediary. The investor grants a security interest to the intermediary in all the securities credited to its securities account to secure a line of credit from the intermediary. The security agreement between the investor and the intermediary is silent on whether the intermediary may lend, rehypothecate or otherwise reuse the pledged securities credited to the investor's account for the intermediary's own benefit. The intermediary lends all the securities credited to the investor's securities account to a third party, without obtaining the investor's consent. The Convention law determines whether the intermediary's interest in the securities included the right to reuse them without the investor's consent.

(c) Perfection requirements

2-21 "Perfection" is defined by Article 1(l)(i) as "completion of any steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition." The Convention law determines the requirements for the perfection of a disposition of securities held with an intermediary. Perfection requirements vary from State to State. Although they vary as to acceptable methods and in their effects, they usually play a role in determining priorities. Often they serve as anti-fraud devices, providing objective evidence of a transaction and a "date certain" and also

objective d'une opération et une date certaine, et servent également à la publicité de l'opération. Les méthodes courantes d'opposabilité comprennent le dépôt public, l'inscription, l'enregistrement et la prise de « contrôle » (qui dans certains Etats est réalisée sans débiter le compte du constituant de garantie mais plutôt par le consentement de l'intermédiaire à accepter des instructions, portant sur le bien donné en garantie, du preneur de garantie sans autre consentement du constituant de la garantie (le titulaire du compte), et cela même si le constituant garde le droit et le pouvoir de disposer du bien nanti).

2-22 L'accomplissement de toutes les conditions d'opposabilité requises par la loi de la Convention, bien que nécessaire pour que le transfert produise ses effets envers les tiers, ne garantit pas la priorité d'un droit opposable sur un droit concurrentiel. C'est une question qui en vertu de l'alinéa (d) doit également être déterminée par la loi de la Convention. Celle-ci pourra accorder à certains types de droit une priorité même sur des transferts rendus opposables antérieurement.

(d) *Questions de priorité*

2-23 En vertu de cet alinéa, la loi de la Convention détermine laquelle de deux ou plusieurs revendications concurrentes à l'égard d'un droit sur des titres doit primer. Le concours pourra se faire entre deux droits absolus, deux droits limités (par ex., des sûretés), ou un droit absolu et un droit limité. Le renvoi à la loi de la Convention pour les questions indiquées à l'alinéa (d) est large – il comprend non seulement la simple question de la priorité mais également les effets d'une telle décision – c'est-à-dire de savoir si les droits en concours coexistent, l'un primant l'autre, ou si l'un produit ses effets entièrement libre de l'autre. Le fait de produire des effets libre de tout droit concurrent équivaut à l'extinction de l'autre droit entre ces deux parties en concours, mais ne signifie pas nécessairement l'extinction du droit du concourant en ce qui concerne les tiers. La Convention ne règle pas ces questions de priorité et d'effets ; elle ne fait que définir la règle de conflit de lois pour déterminer quelle loi matérielle régira ces questions.

Exemple 2-9

Les faits sont identiques à ceux de l'exemple 2-8, sauf que la question est de savoir si le droit du tiers a priorité sur les droits de l'investisseur portant sur les titres prêtés par l'intermédiaire, ou en est dégagé. La loi de la Convention détermine ces questions, que l'intermédiaire ait eu ou non le droit de réutiliser les titres sans le consentement de l'investisseur.

(e) *Obligations d'un intermédiaire envers une personne faisant valoir un droit concurrent*

2-24 Ce paragraphe traite des obligations d'un intermédiaire confronté à des revendications concurrentes portant sur un droit relatif à des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Ainsi, la loi de la Convention détermine, par exemple si (a) un intermédiaire honorant un ordre de mouvement provenant de la partie prioritaire en vertu de la loi de la Convention a rempli son obligation ; (b) l'intermédiaire est protégé s'il honore un ordre de mouvement provenant d'une personne qui fait valoir un droit même s'il s'avère par la suite qu'une autre personne a priorité ; et (c) l'intermédiaire doit ne pas tenir compte d'une revendication et en honorer une autre.

2-25 La loi de la Convention détermine les obligations de l'intermédiaire lorsqu'il est confronté à des revendications concurrentes, y compris entre :

(1) le titulaire de compte et une personne faisant valoir un droit concurrent sur les titres détenus auprès de l'intermédiaire ;

(2) le titulaire de compte et une personne faisant valoir un droit de saisir ces titres ;

(3) les parties à des transferts successifs par le titulaire de compte, chacune prétendant à une priorité de son droit sur ces titres.

2-26 Elément d'une importance cruciale pour le fonctionnement sûr, sain et efficace du système moderne de détention de titres, en vertu de l'article 2(1)(e), la loi applicable déterminée par la Convention régit la question de savoir si des *saisies dites « à un niveau supérieur » (upper-tier attachments)* sont admissibles. Une personne prétendant disposer d'un droit concurrent sur des titres crédités à un compte de titres pourrait chercher à faire valoir ce droit concurrent à l'égard non seulement de l'intermédiaire du titulaire de compte mais également de l'un quelconque des autres intermédiaires (c'est-à-dire des intermédiaires aux niveaux supérieurs) se trouvant entre l'intermédiaire du titulaire de compte et l'émetteur des titres sous-jacents. En vertu de l'article 2(1)(e), la Convention détermine la loi applicable régissant la question de savoir s'il peut y avoir une saisie à un niveau supérieur, c'est-à-dire si une personne peut faire valoir son droit à l'encontre d'un intermédiaire, en concours avec le titulaire de compte de l'intermédiaire ou une autre personne (y compris un titulaire de compte d'un intermédiaire d'un niveau inférieur). La Convention ne détermine pas si les saisies à un niveau supérieur sont admissibles, elle précise plutôt quelle loi matérielle tranche cette question. Pour déterminer quelle loi régit cette question dans le cadre de la Convention, il est important de garder à l'esprit que (i) plusieurs intermédiaires se tiendront souvent entre un titulaire de compte et l'émetteur de titres crédités sur le compte de titres du titulaire de compte ; (ii) la Convention s'applique indépendamment à chaque titulaire de compte et son propre intermédiaire ; (iii) lorsque des titres sont transférés, les droits du bénéficiaire du transfert et toutes les autres questions de l'article 2(1) restent régis par la loi de la Convention déterminée par rapport au compte de titres de l'auteur du transfert tant que les titres sont crédités sur ce compte, mais une fois que les titres sont crédités sur le compte de titres du bénéficiaire du transfert, les droits du bénéficiaire, et toutes les autres questions de l'article 2(1), sont régis par la loi de la Convention déterminée par rapport au compte de titres du bénéficiaire du transfert (voir l'exemple 2-2 et les observations aux para. 4-11 et 4-43 et s.) ; et (iv) une personne ayant la qualité d'intermédiaire pertinent pour un titulaire de compte particulier pourra être un titulaire de compte auprès d'un intermédiaire (au niveau supérieur).

Exemple 2-10

Un investisseur, organisé selon la loi japonaise, détient un droit sur des titres crédités à un compte de titres tenu pour lui par un intermédiaire organisé selon le droit des Philippines. L'intermédiaire détient une position correspondante sur les titres dans un compte de titres tenu pour l'intermédiaire philippin par une banque organisée selon la loi allemande. La banque allemande détient une position correspondante sur les titres dans un compte de titres tenu pour la banque allemande par un dépositaire central de titres (DCT) organisé selon le droit de New York, dont le prête-nom (nominee) *est le propriétaire inscrit de la totalité de l'émission de titres représentée par un certificat collectif. Le créancier d'un jugement rendu à l'encontre de l'investisseur cherche à faire exécuter ce jugement contre l'investisseur en engageant une procédure à l'encontre du DCT visant à saisir le prétendu droit « indirect » de l'in-*

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

serve to publicize the transaction. Common methods of perfection include public filing, recording, registration and the taking of "control" (which in some States is achieved without debiting the collateral provider's account but instead by the agreement of the intermediary to accept instructions concerning the collateral from the collateral taker without further consent from the collateral provider (the account holder) even while leaving the collateral provider with the right and power to dispose of the collateral).

2-22 The fulfilment of any perfection requirements imposed by the Convention law, though necessary to render the disposition effective against third parties, does not guarantee the priority of a perfected interest over a competing interest. That is a matter which under sub-paragraph (d) is also to be determined by the Convention law, which may give certain types of interest priority even over previously perfected dispositions.

(d) *Priority issues*

2-23 Under this sub-paragraph the Convention law determines which of two or more competing claims to an interest in securities is superior. The competition may be between two absolute interests, two limited interests (*e.g.*, security interests) or an absolute interest and a limited interest. The referral to the Convention law of the issues specified in sub-paragraph (d) is broad – it includes not only the simple issue of priority, but also the effects of such a decision – that is, whether the competing interests co-exist, with one being preferred over the other, or one takes free of the other altogether. Taking free from a competitor's interest is tantamount to extinguishing the other interest as between these two competitors, but does not necessarily mean the extinction of the competitor's interest as far as third parties are concerned. The Convention does not resolve these priority and effects issues; it simply provides the conflict of laws rule to determine which substantive law will govern these matters.

Example 2-9

Same facts as Example 2-8, except that the issue is whether the third party's interest acquires priority over or takes free of the investor's interest in the securities lent by the intermediary. The Convention law determines those issues, regardless of whether the intermediary had the right to reuse the securities without the investor's consent.

(e) *Duties of an intermediary against a person who asserts a competing interest*

2-24 This paragraph is concerned with the duties of an intermediary faced with competing claims to an interest in securities held with that intermediary. Thus, the Convention law determines, for example, whether (a) an intermediary that honours a transfer instruction from the party who has priority under the Convention law, has fulfilled its duty; (b) the intermediary is protected if it honours an instruction from one claimant even if it is later found that another claimant has priority; and (c) the intermediary must ignore one claim and respect another.

2-25 The Convention law determines the intermediary's duties when faced with competing claims, including a competition between:

(1) the account holder and a person who asserts a competing interest in the securities held with the intermediary;

(2) the account holder and a person asserting a right to attach such securities;

(3) parties to successive dispositions by the account holder, each claiming priority for its interest in such securities.

2-26 Of critical importance to the safe, sound and efficient operation of the modern securities holding system, under Article 2(1)(e), the applicable law determined by the Convention governs whether so-called *upper-tier attachments* are permissible. A person claiming to have a competing interest in securities credited to a securities account might attempt to assert that competing interest, not only against the account holder's intermediary, but also against any one of the other intermediaries (*i.e.*, upper-tier intermediaries) standing between the account holder's intermediary and the issuer of the underlying securities. Under Article 2(1)(e), the Convention determines the applicable law that governs whether there can be an upper-tier attachment, that is, whether an adverse claimant can assert its interest against an intermediary in competition with the intermediary's account holder or another person (including an account holder of a lower-tier intermediary). The Convention does not determine whether upper-tier attachments are permissible; rather, it determines which substantive law resolves that question. In determining what law governs this issue under the Convention it is important to keep in mind that (i) several intermediaries will often stand between an account holder and the issuer of securities credited to the account holder's securities account, (ii) the Convention applies independently to each account holder and its own intermediary, (iii) when securities are transferred, the transferee's rights and all the other Article 2(1) issues, remain governed by the Convention law determined with respect to the transferor's securities account for so long as the securities are credited to that account, but once the securities are credited to the transferee's securities account, the transferee's rights, and all the other Article 2(1) issues, are governed by the Convention law determined with respect to the transferee's securities account (see Example 2-2 and the comments in paras. 4-11 and 4-43 *et seq.*), and (iv) a person that is the relevant intermediary for a particular account holder may be an account holder with an (upper-tier) intermediary.

Example 2-10

Investor, organised under the laws of Japan, holds an interest in securities credited to a securities account maintained for it by an intermediary organised under the laws of the Philippines. The intermediary holds a corresponding position in the securities in a securities account maintained for the Philippines intermediary by a bank organised under the laws of Germany. The German bank holds a corresponding position in the securities in a securities account maintained for the German bank by a central securities depository (CSD) organised under the laws of New York, whose nominee is the registered owner of the entire issue of securities represented by a global certificate. A judgment creditor of Investor attempts to execute its judgment against Investor by bringing legal process against the CSD seeking to attach Investor's alleged "indirect"

vestisseur sur une partie des titres crédités sur le compte de titres tenu pour la banque allemande par le DCT afin de satisfaire le créancier de ses droits résultant de la condamnation de l'investisseur. Dans le cadre d'une procédure devant un tribunal d'un Etat où la Convention est en vigueur, la question se pose de savoir si le DCT est soumis à une quelconque obligation de remettre au créancier du jugement la partie des titres inscrite au nom du mandataire du DCT, ou si le seul recours du créancier du jugement est d'engager une procédure directement à l'encontre de l'investisseur ou de l'intermédiaire de l'investisseur. Supposons que la loi de la Convention à l'égard de tout droit sur les titres crédités sur le compte de titres tenu pour l'intermédiaire allemand par le DCT soit la loi de New York et que la loi de la Convention à l'égard de tout droit portant sur les titres crédités sur le compte de titres tenu pour l'intermédiaire philippin par l'intermédiaire allemand est la loi allemande. La question de savoir si le DCT est soumis à une obligation de remettre les titres au créancier du jugement serait tranchée par la loi de New York, parce que c'est la loi de la Convention à l'égard de tout droit portant sur des titres crédités sur le compte de titres tenu pour l'intermédiaire allemand par le DCT.

2-27 Bien que l'article 2(1)(e) traite principalement des situations dans lesquelles l'intermédiaire est confronté à une réclamation de la part d'un créancier saisissant du titulaire de compte ou d'autres revendications concurrentes, il s'applique également à la responsabilité d'un intermédiaire prétendu avoir agi en violation d'une obligation envers une personne autre que le titulaire de compte faisant valoir des droits. En pareil cas, la loi de la Convention détermine, entre autres choses, si l'intermédiaire était effectivement soumis à une obligation envers cette personne, s'il a enfreint cette obligation, et si c'est le cas, quels sont les recours de cette personne.

(f) *Réalisation*

2-28 En vertu de l'article 2(1)(f), les conditions de réalisation d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire sont régies par la loi de la Convention. Par exemple, si à l'occasion de la défaillance d'un constituant, un preneur de garantie souhaite vendre le bien qui lui a été donné en garantie par le constituant, la loi de la Convention déterminera s'il peut le faire et quelles conditions s'appliquent à l'exercice de cette faculté. Ces conditions pourraient par exemple comprendre, selon le droit applicable, une autorisation judiciaire de la vente et / ou une vente aux enchères publiques plutôt que de gré à gré.

(g) *Droits aux dividendes, revenus ou autres distributions, ou aux remboursements, produits de cession ou tous autres produits*

2-29 L'article 2(1)(g) n'étend pas le sens de l'expression « titres détenus auprès d'un intermédiaire » pour inclure les espèces détenues auprès d'un intermédiaire. Cependant, la loi de la Convention détermine si un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend tous droits aux dividendes, revenus ou autres distributions ou aux remboursements, produits de cession ou tous autres produits. Par exemple, si un investisseur constitue une sûreté portant sur 1.000 actions créditées à un compte de titres, la loi de la Convention détermine si la sûreté s'étend aux droits aux dividendes versés par l'émetteur à raison de ces actions. Les éléments couverts par l'article 2(1)(g) peuvent revêtir des formes variées, telles que des dividendes, intérêts, attributions d'actions gratuites, émissions soumises à des droits préférentiels de souscription, produits du remboursement de titres d'endettement, produits de cession par le titulaire de compte, et conversion des titres en autres titres.

III. Article 2(2) : loi applicable à un transfert de titres ou à un droit portant sur des titres lorsque le droit du titulaire de compte est une créance contractuelle à l'encontre de son intermédiaire

2-30 L'article 2(2) confirme explicitement que nonobstant les articles 2(3)(a) ou (b), la Convention détermine la loi applicable aux questions de l'article 2(1) concernant un transfert de titres ou un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, même dans le cas où, en vertu de la loi de la Convention, les droits résultant du crédit de ces titres à un compte de titres sont déterminés comme étant de nature contractuelle (voir les exemples 2-4 à 2-6 et les observations au para. 2-17).

2-31 Les versions anglaise et française de l'article 2(2) ne correspondent pas. Si le texte anglais vise bien à la fois un « transfert de » *(disposition of)* et un « droit sur » *(interest in)* les titres, le texte français ne vise que le transfert (soit de titres soit d'un droit portant sur des titres). L'historique et le but de l'article 2(2) indiquent clairement que la version anglaise est exacte et que le texte français doit être lu en conséquence.

IV. Articles 2(3)(a) et (b) : sous réserve de l'article 2(2), la Convention ne détermine pas la loi applicable à des droits de nature purement contractuelle ou autrement purement personnelle entre les parties à une convention de compte ou un transfert

2-32 A l'égard des questions mentionnées à l'article 2(1), la Convention détermine la loi régissant la nature juridique et les effets envers l'intermédiaire et les tiers des droits résultant d'un crédit de titres à un compte de titres et d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire. Les articles 2(3)(a) et (b), qui sont soumis à l'article 2(2), réitèrent que, à l'égard des questions qui ne sont pas couvertes par l'article 2(1), la Convention ne détermine pas la loi applicable aux droits et obligations de nature purement contractuelle ou autrement purement personnelle de parties à une convention de compte ou à un transfert *inter se*. Par exemple, la Convention ne détermine pas la loi applicable aux questions (fréquemment mais pas nécessairement traitées par la convention de compte) telles que le niveau de diligence attendu de l'intermédiaire dans la tenue des comptes de titres et des titres qui y sont crédités, la teneur et la fréquence des relevés de compte, les limites de temps dans lesquelles le titulaire de compte doit délivrer des instructions pour assurer leur exécution le même jour, ou les risques de perte (par ex., panne informatique) de titres détenus pour le titulaire de compte, entre le titulaire de compte et l'intermédiaire (art. 2(3)(a)). De même, la Convention ne détermine pas la loi applicable aux questions telles que le nombre et le type de titres devant être transférés, le prix des titres, la date à laquelle les titres doivent être transférés contre paiement, ou les conséquences d'un manquement par l'une ou l'autre des parties dans le transfert des titres ou le paiement à l'échéance contractuelle à cette fin (art. 2(3)(b)).

2-33 La loi applicable à ces droits contractuels entre un titulaire de compte et son intermédiaire *inter se* ne relevant pas du champ d'application de l'article 2(1), elle est déterminée non par la Convention mais par les autres règles de conflit de lois du for. Ces règles permettent couramment aux parties à une convention de compte ou un contrat de garantie ou autre transfert de choisir la loi régissant leurs droits et obligations contractuels résultant de cette convention. L'article 4(1), examiné ci-dessous, en fournissant la règle de conflit de lois régissant les ques-

interest in a portion of the securities credited to the securities account maintained for the German bank by the CSD in order to satisfy the creditor's judgment against Investor. In a proceeding in a court in a State where the Convention is in force, the question arises whether the CSD has any duty to turn over such portion of the securities registered in the name of the CSD's nominee to the judgment creditor, or whether the judgment creditor's exclusive remedy is to bring an action directly against Investor or Investor's own intermediary. Assume that the Convention law in relation to any interest in securities credited to the securities account maintained for German intermediary by the CSD is New York law and the Convention law in relation to any interest in securities credited to the securities account maintained for Philippine intermediary by the German intermediary is German law. The question whether the CSD has a duty to turn over the securities to the judgment creditor would be answered by New York law because that is the Convention law in relation to any interest in securities credited to the securities account maintained for the German intermediary by the CSD.

2-27 Though Article 2(1)(e) is primarily concerned with cases where the intermediary is faced with a claim by an attachment creditor of the account holder or with other competing claims, it also applies to the liability of an intermediary who is alleged to have acted in breach of duty to a claimant other than the account holder. In such a case the Convention law determines, among other things, whether the intermediary did in fact owe a duty to that claimant, whether it breached that duty and, if so, what are the remedies of that claimant.

(f) *Realisation*

2-28 Under Article 2(1)(f), the requirements for the realisation of an interest in securities held with an intermediary are governed by the Convention law. For example, if, upon the default of a collateral provider, a collateral taker wishes to sell the collateral given to it by the collateral provider, the Convention law will determine whether it can do so and what conditions apply to the exercise of that power. Such conditions might under the applicable law include, for example, court approval of the sale and/or a sale by public auction rather than private agreement.

(g) *Entitlements to dividends, income, or other distributions, or to redemption, sale or other proceeds*

2-29 Article 2(1)(g) does not expand the meaning of the term "securities held with an intermediary" to include cash held with an intermediary. Nevertheless, the Convention law determines whether a disposition of securities held with an intermediary extends to any entitlements to dividends, income, or other distributions, or to redemption, sale or other proceeds. For example, if an investor granted a security interest in 1000 shares credited to a securities account, the Convention law will determine whether the security interest extends to entitlements to dividends paid by the issuer in respect of those shares. The items covered by Article 2(1)(g) may take a variety of forms, including dividends, interest, bonus issues, rights issues, proceeds of redeemed debt securities, proceeds of sales by the account holder, and conversion of securities into other securities.

III. Article 2(2): law applicable to a disposition of or an interest in securities when the account holder's interest is a contractual claim against its intermediary

2-30 Article 2(2) confirms explicitly that, notwithstanding Articles 2(3)(a) or (b), the Convention determines the law applicable to the Article 2(1) issues in relation to a disposition of or an interest in securities held with an intermediary, even in the case where, under the Convention law, the rights resulting from the credit of those securities to a securities account are determined to be contractual in nature (see Examples 2-4 to 2-6 and comments in para. 2-17).

2-31 The English and French texts of Article 2(2) do not match. While the English text correctly refers to both a "disposition of" and "an interest in" securities, the French text only refers to a disposition (of either securities or an interest in securities). The history and purpose of Article 2(2) clearly reveal that the English version is correct and that the French text must be read accordingly.

IV. Article 2(3)(a) and (b): Subject to Article 2(2), the Convention does not determine the applicable law to purely contractual or otherwise purely personal rights between the parties to an account agreement or a disposition

2-32 With respect to the issues specified in Article 2(1), the Convention determines the law that governs the legal nature and effects against the intermediary and third parties of the rights resulting from a credit of securities to a securities account and of a disposition of securities held with an intermediary. Article 2(3)(a) and (b), which is subject to Article 2(2), reiterates that, with respect to issues not covered by Article 2(1), the Convention does not determine the law applicable to purely contractual or otherwise purely personal rights and duties of the parties to an account agreement or a disposition *inter se*. For example, the Convention does not determine the law applicable to matters (often but not necessarily dealt with in the account agreement) such as the intermediary's standard of care in maintaining the securities account and any securities credited to it, the content and frequency of account statements, the deadlines for when the account holder must give instructions to ensure they are carried out on the same day, or the risk of loss (*e.g.*, computer failure) of securities held for the account holder, as between the account holder and the intermediary (Art. 2(3)(a)). Similarly, the Convention does not determine the law applicable to matters relating to a disposition such as the number and type of securities to be disposed, the price for the securities, the date on which the securities must be transferred against payment, or the consequences of a failure by either party to transfer securities or make payment when contractually obligated to do so (Art. 2(3)(b)).

2-33 The law applicable to those contractual rights between an account holder and its intermediary *inter se* which fall outside Article 2(1) is determined not by the Convention but by the other conflict of laws rules of the forum. These rules typically allow the parties to an account agreement or to a collateral or other disposition agreement to choose the law governing their contractual rights and duties under that agreement. Article 4(1), discussed below, in providing the conflict of laws rule governing the Article

tions de l'article 2(1), donne explicitement effet au choix effectué par les parties à une convention de compte pour régir les questions de l'article 2(1), sans imposer que le même choix soit fait (voire même qu'un choix quelconque soit fait) à l'égard de la loi régissant d'autres questions, y compris les types de droits de nature purement contractuelle ou purement personnelle décrits ci-dessus. De même, aucune disposition de la Convention n'interdit aux parties à un contrat de transfert de choisir la loi devant régir d'autres questions ayant trait à ce contrat. Un tel choix, cependant, n'aura aucun effet sur l'applicabilité de la loi de la Convention à l'égard des questions de l'article 2(1).

Exemple 2-11

Un client, C, fait créditer des titres à un compte de titres tenu pour lui par un intermédiaire. C transfère les titres à un tiers, T, client du même intermédiaire. C et l'intermédiaire conviennent expressément (i) que la responsabilité de l'intermédiaire pour les actes ou omissions dans la tenue des comptes de titres et tous titres qui y sont crédités sera limitée à une responsabilité en cas de faute intentionnelle ou négligence fautive ; (ii) de la teneur et de l'époque des relevés de compte que l'intermédiaire adressera au client ; (iii) de l'heure-limite de délivrance d'instructions par le client pour qu'elles soient exécutées le même jour ; et (iv) de qui supporte le risque de perte de titres détenus pour le client dans diverses circonstances. De même, C et T conviennent expressément (i) du nombre et du type de titres devant être transférés ; (ii) du prix à payer pour les titres ; (iii) de la date à laquelle les titres doivent être transférés contre paiement ; et (iv) des conséquences d'un manquement par l'une des parties au transfert des titres ou au paiement à l'échéance contractuelle. Par la suite, dans le cadre d'une procédure en Ruritanie, où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la Convention détermine la loi applicable à l'interprétation ou l'effet de l'un quelconque de ces accords. La Convention ne détermine la loi applicable à aucune de ces questions parce qu'aucune d'entre elles ne relève des questions mentionnées à l'article 2(1) à l'égard des titres. Les questions ci-dessus relèvent cependant bien des articles 2(3)(a) et (b), et la loi qui leur est applicable est déterminée par la règle de conflit de lois du for autre que celle figurant dans la Convention.

V. Article 2(3)(c)

2-34 La Convention ne détermine pas la loi applicable aux droits et obligations d'un émetteur de titres ou à l'agent des registres ou de transfert d'un émetteur, que les titres soient détenus directement ou détenus auprès d'un intermédiaire (voir les exemples 2-1 et 2-2). Cette exclusion englobe les obligations d'un émetteur à l'égard de toutes les opérations sur titres, y compris les droits de vote, droits aux dividendes et droits à l'inscription, et les droits d'un émetteur de définir les mesures devant être prises pour la bonne exécution d'un billet, obligation ou autre titre d'endettement.

Exemple 2-12

Une société organisée selon la loi anglaise émet des titres représentés par un certificat collectif, qui est enregistré au nom d'un prête-nom (nominee) *d'un dépositaire central de titres (DCT). Les titulaires de compte du DCT sont autorisés à faire exécuter les obligations de paiement de l'émetteur résultant des titres directement à l'encontre de l'émetteur en cas de manquement de celui-ci aux obligations résultant des titres selon les termes des titres ou d'un acte d'engagement distinct. L'émetteur manque aux obligations résultant des titres. Bien que les titulaires de compte aient le droit de faire exécuter les titres directement à l'encontre de l'émetteur en cas de manquement, les titres restent considérés comme des titres détenus auprès d'un intermédiaire. La Convention détermine donc la loi régissant les questions de l'article 2(1) ayant trait à un droit sur les titres ou un transfert de ceux-ci. En tout état de cause, la Convention ne détermine pas la loi régissant les droits et obligations de l'émetteur en vertu des titres.*

2-35 Il convient de noter également que la Convention n'a aucun effet sur les dispositifs réglementaires relatifs à l'émission ou à la négociation de titres.

Article 3 *Caractère international d'une situation*

La présente Convention s'applique à toutes les situations comportant un conflit entre les lois de différents Etats.

I. Introduction

3-1 L'article 3 assure l'applicabilité de la Convention dans tous les cas où une situation impliquant des titres détenus auprès d'un intermédiaire concerne, d'une manière quelconque, plus d'un Etat (« caractère international »). Comme tout élément étranger déclenche l'applicabilité de la Convention, les règles de conflit de lois d'application universelle résultant de la Convention écartent toute règle nationale de conflit de lois portant sur les questions de l'article 2(1) qui pourrait être applicable par ailleurs. Ceci confère certitude juridique et prévisibilité quant aux règles de conflit de lois applicables, et donc quant au système de droit matériel applicable.

3-2 Le but d'une large applicabilité de la Convention traduit par l'article 3 a fait l'objet d'un consensus dès le début des délibérations.

3-3 L'article 3 ne définit pas l'applicabilité de la Convention par référence à des facteurs particuliers, préétablis et précisément délimités, ou au moyen d'une définition du « caractère international » devant être satisfaite à un moment particulier et par rapport à laquelle les parties et les tribunaux devraient apprécier les faits afin de déterminer si la Convention s'applique ou non. Cette disposition adopte plutôt une démarche descriptive large en indiquant simplement que la Convention s'applique à *toutes* les situations comprenant « un conflit entre les lois de différents Etats. » La Convention s'applique ainsi à moins qu'il n'y ait absolument aucun élément dans les faits de l'espèce (par ex., « lieu de situation » d'une personne impliquée dans ou affectée par une opération ou d'une activité d'une telle personne, « lieu de situation » d'un titre ou de son émetteur, présence d'une clause d'élection de droit ou de tout autre facteur ou élément relatif à la loi applicable) susceptible de nécessiter une décision quant au système de droit applicable. Si, en effet, absolument aucun élément ne requérrait une telle décision, le seul fait que le for soit un Etat « étranger » ne nécessiterait pas en soi une telle décision. Plus important, les facteurs mentionnés à l'article 6 dont il ne doit pas être tenu compte *pour déterminer la loi applicable* restent pertinents pour la question de savoir si la situation considérée implique un élément étranger au sens de l'article 3. Seule une formulation qui, au lieu de dépendre du développement d'une interprétation cohérente de l'article 3 dans tous les Etats parties, assure un large champ d'application, ne pouvant être évité par une interprétation (erronée) des termes utilisés, permet aux parties à un transfert et aux tiers intéressés de profiter de

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

2(1) issues, explicitly gives effect to the choice made by the parties to an account agreement to govern the Article 2(1) issues without requiring the same choice to be made (or indeed that any choice at all be made) with respect to the law governing other issues, including the types of purely contractual or purely personal rights described above. Likewise, nothing in the Convention precludes the parties to a disposition agreement from choosing the law to govern other matters relating to that agreement. Such a choice, however, will have no effect on the applicability of the Convention law with respect to the Article 2(1) issues.

Example 2-11

A customer, C, has securities credited to a securities account maintained for it by an intermediary. C transfers the securities to a third-party, T, a customer of the same intermediary. C and the intermediary expressly agree on (i) the intermediary's liability for acts or omissions in maintaining securities accounts and any securities credited to them being limited to liability for wilful misconduct or gross negligence, (ii) the content and timing of the account statements that the intermediary will send to the customer, (iii) what the deadline is for the customer to give instructions to ensure that they are carried out on the same day and (iv) who bears the risk of loss of securities held for the customer under a variety of circumstances. Similarly, C and T expressly agree on (i) the number and type of securities to be disposed, (ii) the price to be paid for the securities, (iii) the date on which the securities must be transferred against payment and (iv) the consequences of a failure by either party to transfer securities or make payment when contractually obligated to do so. Later, in a proceeding in Ruritania, where the Convention is in force, the issue is whether the Convention determines the law applicable to determine the interpretation or effectiveness of any of these agreements. The Convention does not determine the law applicable to any of these matters because none of them falls within any of the issues specified in Article 2(1) relating to the securities. The above matters do, however, fall within Article 2(3)(a) and (b) and the law applicable to them is determined by the conflict of laws rule of the forum other than those contained in the Convention.

V. Article 2(3)(c)

2-34 The Convention does not determine the law applicable to the rights and duties of an issuer of securities or of an issuer's registrar or transfer agent, whether securities are directly held or held with an intermediary (see Examples 2-1 and 2-2). This exclusion encompasses the duties of an issuer with respect to all corporate actions, including voting rights, dividend rights and registration rights, and the rights of an issuer to define the steps for achieving good discharge of a note, bond or other debt security.

Example 2-12

A company organised under the laws of England issues securities represented by a global certificate, which is registered in the name of the nominee of a central securities depository (CSD). Account holders of the CSD are permitted to enforce the issuer's payment obligations under the securities directly against the issuer in the event of the issuer's default on the securities under the terms of the securities or a separate deed of covenant. The issuer defaults on the securities. Even though the account holders have the right to enforce the securities directly against the issuer in the event of default, the securities are still treated as securities held with an intermediary. Therefore, the Convention determines the law governing the Article 2(1) issues related to an interest in or a disposition of the securities. In any event, the Convention does not determine the law governing the issuer's rights and duties under the securities.

2-35 It should be noted also that the Convention has no impact on regulatory rules relating to the issue or trading of securities.

***Article 3** Internationality*

This Convention applies in all cases involving a choice between the laws of different States.

I. Introduction

3-1 Article 3 ensures the applicability of the Convention whenever a situation involving securities held with an intermediary relates in any way to more than one State ('internationality'). As any foreign element triggers the applicability of the Convention, any national conflict of laws rule on Article 2(1) issues which might otherwise be applicable is displaced by the Convention's universally applicable conflict of laws rules; this provides legal certainty and predictability as to the applicable conflict of laws rules and thereby as to the applicable substantive legal system.

3-2 The purpose of broad applicability of the Convention reflected in Article 3 has been uncontested from the very outset of the proceedings.

3-3 Article 3 does not define the applicability of the Convention by reference to specific, pre-established and precisely delimited factors or by means of a definition of "internationality" which would have to be satisfied at a particular point in time and against which parties and courts would have to assess facts to determine whether or not the Convention applies. Rather, the provision takes a broad descriptive approach by simply stating that the Convention applies in *all* cases involving "a choice between the laws of different States". Thus, the Convention applies unless there is absolutely no element in the facts of a case (*e.g.*, 'location' of a person involved in or affected by a transaction or of an activity of such a person, 'location' of a security or its issuer, presence of a governing law clause or any other 'governing law' factor or element) that might require a decision as to which of two or more legal systems is applicable. If there were indeed absolutely no element that might require such a decision, the mere fact that the forum is a "foreign" State would not by itself require such a decision. Most importantly, the factors mentioned in Article 6 which are to be disregarded *in determining the applicable law*, remain relevant to the question whether the situation under consideration involves a foreign element for the purpose of Article 3. Only a formulation that does not depend on the development of a coherent interpretation of Article 3 in all States Party, but instead declares a broad scope of application that cannot be avoided by (mis)interpretation of the words used, enables parties to a disposition and affected third persons to enjoy

Goode, Kanda and Kreuzer Report

la sécurité juridique et de la prévisibilité quant à la loi applicable que la Convention vise à apporter.

3-4 L'applicabilité de la Convention ne nécessite pas l'existence d'un « conflit de lois » selon les règles de droit international privé du for ou d'un autre Etat quelconque. Ainsi, le fait que le for pourrait ne pas considérer l'élément étranger comme significatif pour la question particulière qui lui est soumise n'est pas pertinent au regard de l'applicabilité de la Convention. Par exemple, s'il existe un litige portant sur la priorité entre X et Y au sujet de titres émis par Z, en cours de constitution selon la loi anglaise, détenus par I sur un compte auprès de B et donnés en garantie à X et Y successivement, et que B, I, X et Y sont tous situés en Espagne, le fait que l'émetteur n'a rien à voir avec le litige portant sur la priorité ne retire pas l'élément étranger qui déclenche l'applicabilité de la Convention. Le texte de l'article 3 n'utilise pas le terme de « caractère international » comme présupposition de l'applicabilité de la Convention. Le terme ne figure que dans le titre de l'article afin d'attirer l'attention du lecteur sur la teneur générale de l'article. La décision de ne pas faire figurer « caractère international » dans le texte de la Convention est intentionnelle ; la mention de ce terme pourrait donner lieu à l'exclusion de nombreuses situations qui ont vocation à relever de la Convention. Comme on le verra ci-dessous, de nombreuses situations, apparaissant à première vue comme entièrement « internes », relèvent de la Convention.

3-5 La référence à un « conflit entre les lois de différents Etats » *(choice between the laws of different States)* ne signifie pas que la Convention ne s'applique qu'aux situations où les parties contractantes ont choisi – au sens de « convenu de » – la loi régissant leur accord (qu'il s'agisse de la convention de compte, du contrat portant sur un transfert ou de toute autre convention). Elle ne signifie pas non plus qu'une analyse traditionnelle de conflit de lois selon le droit international privé du for doive être réalisée ou satisfaite. L'expression « conflit » *(choice)* vise une détermination de la loi applicable effectuée par rapport à une question de l'article 2(1) parce qu'une situation impliquant des titres détenus auprès d'un intermédiaire comporte des éléments ayant trait, d'une manière quelconque, à plusieurs Etats, donnant ainsi lieu à la question de savoir laquelle des lois potentiellement applicables doit régir la question. Toute situation impliquant l'applicabilité possible de la loi d'Etats différents déclenche l'application de la Convention, avec pour conséquence que la loi applicable sera la loi déterminée par les règles de conflit de lois de la Convention.

II. Illustration de l'applicabilité de la Convention

3-6 La Convention s'applique à toutes les situations impliquant des titres détenus auprès d'un intermédiaire ayant trait, d'une manière quelconque, à plus d'un Etat. L'élément « étranger » d'une situation peut tenir à l'une des parties, à une clause d'élection de droit, ou à tout autre élément.

3-7 Il peut survenir, par exemple, à l'égard de l'une des personnes identifiées par la liste suivante, qui ne doit *en aucun cas* être considérée comme *limitative* :

- le titulaire de compte ;
- toute partie à un transfert des titres ou du compte de titres, ou d'un droit portant sur l'un ou l'autre de ces éléments ;
- l'intermédiaire pertinent ; ou
- un émetteur (voir le para. 3-8 et l'exemple 3-2).

Chaque fois que l'une de ces personnes aura, par exemple, son lieu d'activité ou de constitution, ou sa résidence habituelle ou son domicile, dans un Etat différent, ou que l'une de ces personnes agit dans un Etat différent dans une situation impliquant des titres tenus auprès d'un intermédiaire, la Convention s'applique.

Exemple 3-1

Un titulaire de compte, personne physique ayant sa résidence habituelle au Brésil, ouvre un compte de titres auprès d'un intermédiaire organisé selon la loi brésilienne. Tous les titres crédités sur le compte de titres sont des titres émis par des émetteurs organisés selon la loi brésilienne, ou par le Gouvernement brésilien. La convention de compte prévoit expressément qu'elle est régie par les lois du Brésil et ne prévoit pas expressément qu'une loi différente régit toutes les questions de l'article 2(1). Au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, l'intermédiaire avait un établissement conforme (art. 4(1), seconde phrase) à Sao Paulo. Par la suite, le titulaire de compte constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres qui y sont crédités en faveur d'une banque organisée selon la loi mexicaine. Dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur (qu'il s'agisse du Brésil, du Mexique ou d'un autre pays), la question est de savoir si la sûreté a été rendue opposable. La Convention s'applique parce que la situation concerne des titres détenus auprès d'un intermédiaire et implique des éléments ayant trait à plus d'un Etat, en l'occurrence le Brésil et le Mexique. Cela, selon les termes de l'article 3, crée une situation comportant « un conflit entre les lois de différents Etats ». En vertu de l'article 3, la Convention s'applique donc.

L'exemple 3-1 illustre non seulement le fait que le « lieu de situation » du créancier bénéficiaire du transfert, peut constituer l'élément « étranger », mais également la constatation plus large que bien que l'ouverture du compte de titres et le crédit des titres soient de nature purement interne au Brésil et qu'aucun élément « étranger » ne semble être présent à ce moment, cela n'empêche pas la Convention de devenir applicable du fait du transfert vers la banque mexicaine.

3-8 L'applicabilité de la Convention peut également être déclenchée par un élément ayant trait à tout émetteur de titres crédités sur le compte de titres, tout intermédiaire à travers lequel l'intermédiaire pertinent détient les titres ou tout autre intermédiaire impliqué dans un transfert des titres (voir l'exemple 3-2). La référence aux émetteurs et intermédiaires aux niveaux supérieurs ne doit pas être interprétée à tort comme suggérant une approche de « transparence » *(look-through)* dans la détermination d'une règle de conflit de lois ou dans l'application de la Convention (au sujet du rejet ferme et sans ambiguïté de l'« approche de transparence » aux fins des conflits de lois et de sa motivation, voir les observations aux para. Int-33 et s. et notamment para. Int-38 et s.). La référence indique uniquement que même ces personnes, qui pourtant ne jouent aucun rôle en vertu de la Convention pour déterminer la loi applicable, peuvent néanmoins déclencher l'applicabilité de la Convention, c'est-à-dire peuvent constituer l'élément rattachant la situation à plus d'un Etat.

Exemple 3-2

Un titulaire de compte organisé selon la loi norvégienne ouvre un compte de titres auprès d'un intermédiaire également organisé selon la loi norvégienne. Les titres crédités sur le compte de titres sont émis par des émetteurs organisés selon la loi norvégienne, finlandaise et suédoise. La convention de compte prévoit expressément qu'elle est régie par la loi norvégienne et ne prévoit pas expressé-

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

the legal certainty and predictability as to the governing law that the Convention seeks to provide.

3-4 The applicability of the Convention does not require the existence of a "conflict of laws" under the private international law rules of the forum or any other State. Thus, the fact that the forum might not consider the foreign element to be material to the particular issue before it, is irrelevant for the applicability of the Convention. For example, where there is a priority dispute between X and Y relating to securities, issued by Z being incorporated under the laws of England, held by I in an account with B and successively given in security to X and Y, and B, I, X and Y are all in Spain, the fact that the issuer has nothing to do with the priority dispute does not remove the foreign element which triggers the applicability of the Convention. The text of Article 3 does not use the term 'internationality' as a presupposition of the Convention's applicability; the term is used only in the title of the Article to alert a reader to the general content of the Article. The choice not to use 'internationality' in the Convention text was deliberate; invocation of that term might cause the exclusion of many cases that are intended to be covered by the Convention. As discussed below, many situations that appear, at first glance, to be wholly 'internal' are covered by the Convention.

3-5 The reference to a "choice between the laws of different States" does not mean that the Convention applies only to situations where contracting parties have 'chosen' – in the sense of 'agreed upon' – the law governing their agreement (be it the account agreement, the agreement relating to a disposition or any other agreement). Nor does it mean that a traditional conflict of laws analysis under the forum's private international law must be engaged in or satisfied. The expression 'choice' refers to a determination of applicable law that is made with respect to an Article 2(1) issue because a situation involving securities held with an intermediary includes elements that relate in any way to different States, thereby giving rise to the question as to which of the potentially applicable laws should govern the issue. Any situation implying the possible applicability of the law of different States triggers application of the Convention, with the consequence that the applicable law will be determined by the Convention's conflict of laws rules.

II. Illustrations of the applicability of the Convention

3-6 The Convention applies to all situations involving securities held with an intermediary which relate in any way to more than one State. The 'foreign' element of a situation may derive from one of the parties, from a governing law clause, or from any other element.

3-7 It might arise, for example, with respect to any of the persons identified in the following list which is however by *no means exhaustive*:

- the account holder;
- any of the parties to a disposition of the securities or the securities account, or an interest in either;
- the relevant intermediary; or
- an issuer (see para. 3-8 and Example 3-2).

Whenever any of these persons has, for example, its place of business or incorporation, or its habitual residence or domicile, in a different State, or any of these persons acts in a different State in a situation involving securities held with an intermediary, the Convention applies.

Example 3-1

An account holder who is an individual habitually resident in Brazil opens a securities account with an intermediary organised under the laws of Brazil. All the securities credited to the securities account are securities issued by issuers organised under Brazilian law or by the Brazilian government. The account agreement expressly provides that it is governed by the laws of Brazil and does not expressly provide that a different law governs all the issues specified in Article 2(1). At the time the agreement on governing law was entered into, the intermediary had a Qualifying Office (Art. 4(1), second sentence) in Sao Paolo. Later, the account holder grants a security interest in the securities account and all securities credited to the securities account to a Bank organised under the laws of Mexico. In a proceeding in a State where the Convention is in force (whether Brazil, Mexico or elsewhere), the issue is whether the security interest is perfected. The Convention applies because the situation concerns securities held with an intermediary and involves elements that relate to more than one State (i.e., to Brazil and Mexico). This, in the language of Article 3, produces a situation necessitating a "choice between the laws of different States". Hence, under Article 3, the Convention applies.

Example 3-1 illustrates not only the fact that the 'location' of the secured party, the transferee of the disposition, can provide the 'foreign' element, but also the broader point that although the opening of the securities account and the crediting of the securities are wholly domestic to Brazil and at that moment in time no 'foreign' element appears to be present, this fact does not preclude the Convention becoming applicable by reason of the disposition to the Mexican Bank.

3-8 The applicability of the Convention may also be triggered by an element relating to any issuer of securities credited to the securities account, any intermediary through whom the relevant intermediary holds the securities, or any other intermediary involved in a disposition of the securities (see Example 3-2 below). This reference to issuers and higher-tier intermediaries must not be misunderstood to suggest a "look-through" approach in determining a conflict of laws rule or in applying the Convention (on the firm and unambiguous rejection of the 'look-through approach' for conflict of laws purposes and the reasons for it, see comments in paras. Int-33 *et seq.*, in particular paras. Int-38 *et seq.*); the reference only indicates that even these persons, who play no role under the Convention in determining the applicable law, may nevertheless trigger the applicability of the Convention (*i.e.*, they may constitute the element that relates the situation to more than one State).

Example 3-2

An account holder organised under the laws of Norway opens a securities account with an intermediary that is also organised under the laws of Norway. The securities credited to the securities account are issued by issuers organised under Norwegian, Finnish and Swedish law. The account agreement expressly provides that it is governed by the laws of Norway and does not expressly provide that

ment qu'une loi différente régit toutes les questions mentionnées à l'article 2(1). Au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, l'intermédiaire exerçait une activité de tenue de comptes de titres par l'entremise d'un établissement à Oslo. Par la suite, le titulaire de compte constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres qui y sont crédités au bénéfice d'une banque organisée en vertu de la loi norvégienne. Dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la sûreté a été rendue opposable. La Convention s'applique parce que la situation implique des titres détenus auprès d'un intermédiaire et a trait à plus d'un Etat, c'est-à-dire la Norvège, la Finlande et la Suède. Cela crée une situation impliquant un « conflit entre les lois de différents Etats ». En vertu de l'article 3, la Convention est donc applicable.

L'exemple 3-2 illustre le fait que même lorsqu'il ne s'agit que d'un élément relativement mineur (par ex., seuls quelques titres d'un émetteur autre que norvégien) rattachant la situation à un autre Etat et même lorsque la situation est par ailleurs largement rattachée à un État unique, cet élément suffit à déclencher l'applicabilité de la Convention. Il est évident que faire dépendre l'applicabilité de la Convention du volume des titres émis par des émetteurs autres que norvégiens non seulement serait arbitraire, mais nécessiterait également une étude très détaillée des faits par la suite et nuirait à la certitude que la Convention vise à conférer.

3-9 L'élément rattachant la situation à un autre Etat n'est pas limité au « lieu de situation » d'une personne ou de ses activités. D'autres éléments, tels que l'accord entre un titulaire de compte et son intermédiaire portant sur la loi applicable et désignant la loi de cet autre Etat ou (s'il s'agit d'un Etat à plusieurs unités) d'une unité territoriale de cet autre Etat peut déclencher l'applicabilité de la Convention (voir l'exemple 3-3 ci-dessous), que la condition d'établissement conforme (voir art. 4(1), seconde phrase) soit remplie ou non.

Exemple 3-3

Un titulaire de compte constitué selon la loi roumaine ouvre un compte de titres auprès d'un intermédiaire également constitué selon la loi roumaine. Tous les titres crédités sur le compte de titres sont émis par des émetteurs constitués selon la loi roumaine. La convention de compte prévoit expressément qu'elle est régie par la loi anglaise et ne prévoit pas expressément qu'une autre loi régit toutes les questions mentionnées à l'article 2(1). Au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, l'intermédiaire disposait d'un établissement conforme (art. 4(1), seconde phrase), à Londres (Angleterre). Par la suite, le titulaire de compte constitue une sûreté portant sur le compte de titres au bénéfice d'une banque organisée selon la loi roumaine. Dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la sûreté a été rendue opposable. La Convention s'applique parce que la situation implique des titres détenus auprès d'un intermédiaire et a trait à plus d'un Etat (c'est-à-dire la Roumanie et l'Angleterre). Ceci crée une situation impliquant un « conflit entre les lois de différents Etats ». En vertu de l'article 3, la Convention est donc applicable.

L'exemple 3-3 démontre que dans les situations où « tous les facteurs pertinents de la situation sont localisés dans un seul État et que la loi convenue dans la convention de compte conformément à l'article 4(1), est la loi d'un autre État ou d'une unité territoriale d'un (autre) État à plusieurs unités (voir la formulation de l'art. 3(b), Doc. trav. No 19 de la Session diplomatique), l'applicabilité de la Convention est déclenchée.

3-10 La Session diplomatique a expressément discuté de la question de savoir si en pareil cas (exemple 3-3) le *principe* de « fraude à la loi » *(fraus legis)* ou autres principes semblables (par ex., en droit anglais, *« bona fide »*) pouvaient être pertinents, ce qui aurait pour effet d'annuler l'applicabilité de la Convention déclenchée par le choix des parties. Il y avait un consensus clair sur le fait que ces accords ne pourraient être considérés comme des cas de fraude et donc ne pourraient être rejetés sur le fondement de l'argument de la « fraude ». Dans le cas contraire, un tribunal d'un Etat où la Convention est en vigueur pourrait, en utilisant le principe de « fraude à la loi », empêcher l'application de la Convention et appliquer ses propres règles nationales de conflit de lois en dépit du fait que la Convention a été acceptée par son propre Etat comme régime universel de conflit de lois remplaçant ses règles nationales de conflit de lois. En outre, une telle décision empiéterait sur l'intention commune déclarée par les parties en cause. L'exercice de l'autonomie de la volonté par les parties est envisagé et consacré par la Convention. En outre, toute fraude éventuelle des parties dans leur accord sur la loi applicable (avec pour conséquence, en vertu de la Convention, la désignation de la loi applicable) est empêchée par la condition d'établissement conforme dans l'article 4(1) (voir les observations au para. 4-7). De plus, la fraude entre le titulaire de compte et son intermédiaire ne devrait en tout état de cause pas affecter des tiers innocents. L'applicabilité du principe de fraude à la loi saperait la possibilité pour les tiers de se reposer sur la Convention.

III. Applicabilité – Facteur temporel

3-11 L'applicabilité de la Convention (par opposition à son entrée en vigueur) pourra débuter à un moment quelconque. L'article 3 assure que l'application de la Convention n'est pas limitée dans le temps au moment du contentieux ou au moment de la survenance d'un transfert ou crédit particuliers de titres à un compte de titres. La survenance de faits à un moment quelconque après une opération particulière (par ex., l'acquisition ultérieure de droits par une partie adverse) rendra également la Convention applicable. Ainsi, des parties contractantes prudentes envisageront toujours la possibilité que l'applicabilité de la Convention peut déjà avoir été déclenchée ou peut être déclenchée par la suite, outre la possibilité qu'elle sera applicable du fait des circonstances de leur opération particulière. Ce probable comportement prudent conforte également l'approche selon laquelle l'article 3 doit recevoir l'interprétation la plus extensive possible (car il est fort peu probable que quiconque soit surpris par l'applicabilité de la Convention).

3-12 La référence, dans le texte anglais de l'article 3, aux cases (pour « situations ») ne signifie pas que la Convention ne s'applique que lors de procédures judiciaires. Cette référence doit effectivement être comprise dans le sens de « situations » (voir le texte français de l'art. 3). La Convention a pour objet principal de conférer aux parties à une opération une certitude préalable, et donc la Convention s'applique (au sens de « doit être prise en compte ») chaque fois qu'une analyse du droit applicable est réalisée, dans le cadre d'une procédure judiciaire ou en dehors.

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

a different law governs all the issues specified in Article 2(1). At the time the agreement on governing law was entered into, the intermediary was engaged in a business of maintaining securities accounts through an office in Oslo. Later, the account holder grants a security interest in the securities account and all securities credited to the account to a Bank organised under the laws of Norway. In a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the security interest is perfected. The Convention applies because the situation involves securities held with an intermediary and relates to more than one State (i.e., to Norway, Finland and Sweden). This creates a situation which involves a "choice between the laws of different States". Hence, under Article 3, the Convention applies.

Example 3-2 illustrates that even when it is only a relatively minor element (*e.g.*, only a few non-Norwegian-issued securities) that relates the situation to another State, and even when the situation is otherwise largely one-State-focused, that element is sufficient to trigger the applicability of the Convention. It is obvious that making the applicability of the Convention depend on the magnitude of the non-Norwegian-issued securities would not only be arbitrary, but would also necessitate a very detailed subsequent factual inquiry and detract from the certainty that the Convention seeks to provide.

3-9 The element relating the situation to another State is not limited to the 'location' of a person or its activities; other elements, such as the agreement between an account holder and its intermediary on governing law designating the law of that other State or (if it is a Multi-unit State) of a territorial unit of that other State, may trigger the applicability of the Convention (see the following Example 3-3), independently of whether or not the Qualifying Office requirement (see Art. 4(1), second sentence) is fulfilled.

Example 3-3

An account holder incorporated under the laws of Romania opens a securities account with an intermediary that is also incorporated under the laws of Romania. All securities credited to the securities account are issued by issuers incorporated under the laws of Romania. The account agreement expressly provides that it is governed by the laws of England and does not expressly provide that a different law governs all the issues specified in Article 2(1). At the time the agreement on governing law was entered into, the intermediary had a Qualifying Office (Art. 4(1), second sentence) in London (England). Later, the account holder grants a security interest in the securities account and all securities credited to the account to a Bank organised under the laws of Romania. In a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the security interest is perfected. The Convention applies because the situation involves securities held with an intermediary and relates to more than one State (i.e., to Romania and England). This produces a situation involving a "choice between the laws of different States". Hence, under Article 3, the Convention applies.

Example 3-3 makes clear that in cases where "all the factors relevant to the situation are connected with a single State, but the law agreed in the account agreement under Article 4(1) is the law of another State or of a territorial unit of (another) Multi-unit State" (see wording of Art. 3(b) Working Doc. No 19 of the Diplomatic Conference), the applicability of the Convention is triggered.

3-10 The Diplomatic Conference expressly discussed whether in such a case (Example 3-3 above) the *principle* of 'fraud of law' (*'fraude à la loi'*, *'fraus legis'*) or similar principles (*e.g.*, under English law: *'bona fide'*) could be relevant with the consequence of displacing the applicability of the Convention triggered by the parties' choice. There was a clear consensus that such agreements cannot be treated as fraud cases and therefore cannot be rejected on the basis of the "fraud" argument. Otherwise a court of a State where the Convention is in force could, by using the principle of 'fraud of law', prevent application of the Convention and apply its own national conflict of laws rules despite the fact that the Convention has been accepted by its own State as a universal conflict of laws regime replacing its national conflict of laws rules. Additionally, such a decision would encroach upon the declared common will of the parties concerned. Exercise of such party autonomy is contemplated and endorsed by the Convention. Furthermore, any possible fraud by the parties in agreeing on the governing law (with the consequence under the Convention of the designation of the applicable law) is prevented by the Qualifying Office requirement in Article 4(1) (see comments in para. 4-7). In addition, fraud between the account holder and its intermediary should not in any event affect innocent third parties. Applicability of the fraud of law principle would undermine the ability of third parties to rely on the Convention.

III. Applicability – Time

3-11 The applicability of the Convention (as distinguished from its entry into force) may commence at any point in time. Article 3 ensures that the Convention's application is not limited temporally to the moment of litigation or to the moment of the occurrence of a particular disposition or crediting to a securities account. Rather, the occurrence of circumstances at a point in time after a particular transaction (*e.g.*, the subsequent acquisition of rights by an adverse claimant) will also make the Convention applicable. Thus, prudent transacting parties will always consider the possibility that the applicability of the Convention may already have been triggered or may thereafter be triggered, in addition to the possibility that it will be applicable by reason of the circumstances of their particular transaction. This likely prudent behaviour also supports the approach that Article 3 should be given the widest possible interpretation (since applicability of the Convention is very unlikely to come as a surprise to anyone).

3-12 The reference in the English text of Article 3 to "cases" does not mean that the Convention applies only in a judicial proceeding. In fact, the reference has to be understood in the sense of 'situations' (see French text of Art. 3). The primary purpose of the Convention is to provide *ex ante* certainty to transacting parties, and thus the Convention applies (in the sense of 'has to be taken into account') whenever an analysis of governing law is being made, outside of (as well as inside) a judicial proceeding.

IV. Conflits entre unités territoriales d'Etats à plusieurs unités

3-13 La plupart des Conventions de La Haye modernes[23] et de nombreux autres traités internationaux[24] comportent une disposition indiquant qu'un Etat à plusieurs unités n'est pas tenu d'appliquer les règles de la Convention aux conflits ayant trait exclusivement à deux ou plusieurs unités territoriales de cet Etat ou à cet Etat lui-même et une ou plusieurs de ses unités territoriales. Il *n'a pas* été jugé nécessaire d'inclure une telle disposition dans la Convention sur les Titres. Tout d'abord, l'article 3 dispose que la Convention s'applique dans les situations impliquant les lois « de différents Etats », ce qui indique que la Convention ne s'applique pas aux conflits purement internes. Plus important, cependant, à la lumière des caractéristiques de l'intermédiation moderne des titres et de la large applicabilité de la Convention assurée par l'article 3 (y compris le fait que la relation avec un autre Etat peut apparaître après la survenance d'un transfert particulier), il y a très peu de place pour l'apparition d'une situation purement interne. Rien n'interdit à un Etat à plusieurs unités d'appliquer, dans le cadre du droit interne uniquement, les règles établies par la Convention aux conflits qui ont à voir uniquement avec deux ou plusieurs unités territoriales de cet Etat ou avec cet Etat lui-même et une ou plusieurs de ses unités territoriales.

3-14 L'article 12 (« Détermination de la loi applicable en relation avec un Etat à plusieurs unités ») n'étend pas le champ d'application de la Convention aux situations de conflit de lois au sein d'un Etat à plusieurs unités (c'est-à-dire un « Etat dans lequel deux ou plusieurs unités territoriales de cet Etat ou cet Etat et une ou plusieurs de ses unités territoriales ont leurs propres règles de droit se rapportant aux questions mentionnées à l'article 2(1) », voir les observations sur l'art. 1(1)(m) au para. 1-28). L'article 12 présuppose plutôt l'applicabilité de la Convention en vertu de l'article 3, c'est-à-dire une situation de conflit entre les lois de plusieurs Etats et fournit des règles interprétatives et matérielles relatives à l'application de la Convention à l'égard d'Etats à plusieurs unités (voir les observations sur l'art. 12).

CHAPITRE II LOI APPLICABLE

Article 4 Rattachement principal

1. La loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) est la loi en vigueur de l'Etat convenue expressément dans la convention de compte comme régissant celle-ci ou, si la convention de compte désigne expressément une autre loi applicable à toutes ces questions, cette autre loi. La loi désignée conformément à la présente disposition ne s'applique que si l'intermédiaire pertinent a, au moment de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat, qui :

a) soit seul, soit avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent, dans cet Etat ou dans un autre Etat :

i) effectue ou assure le suivi des inscriptions en comptes de titres ;

ii) gère les paiements ou les opérations sur titres relatifs à des titres détenus auprès de l'intermédiaire ; ou

iii) exerce autrement à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de compte de titres ; ou

b) est identifié comme tenant des comptes de titres dans cet Etat au moyen d'un numéro de compte, d'un code bancaire ou d'un autre mode d'identification spécifique.

2. Pour les besoins du paragraphe (1)(a), un établissement n'exerce pas, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de comptes de titres :

a) au seul motif que les installations de traitement de données ou de comptabilité de comptes de titres y sont situées ;

b) au seul motif que des centres d'appel pour communiquer avec des titulaires de compte y sont situés ou exploités ;

c) au seul motif que le courrier relatif aux comptes de titres y est organisé ou que des dossiers ou des archives s'y trouvent ; ou que

d) lorsque cet établissement remplit exclusivement des fonctions de représentation ou administratives, autres que celles se rapportant à l'ouverture ou à la tenue de comptes de titres, et qu'il n'a pas le pouvoir de conclure une convention de compte.

3. En cas d'un transfert de titres détenus par un titulaire de compte auprès d'un intermédiaire effectué en faveur de ce dernier, que celui-ci tienne ou non dans ses livres un compte propre, pour les besoins de la présente Convention :

a) cet intermédiaire est l'intermédiaire pertinent ;

b) la convention de compte entre le titulaire de compte et cet intermédiaire constitue la convention pertinente ;

c) le compte de titres visé à l'article 5(2) et (3) est le compte auquel les titres sont crédités immédiatement avant le transfert.

I. Introduction

4-1 L'article 4 établit la règle principale de conflit de lois servant à déterminer la loi applicable aux questions mentionnées à l'article 2(1) (les « questions de l'article 2(1) »), à savoir la loi en vigueur dans l'Etat (ou l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités) expressément convenu dans la convention de compte comme étant l'Etat (ou l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités) dont la loi régit la convention de compte ou, si la convention de compte prévoit expressément la loi d'un Etat particulier (ou d'une unité territoriale particulière d'un Etat à plusieurs unités) comme régissant les questions de l'article 2(1), cette loi-là. Si la loi d'un Etat particulier est expressément convenue dans une convention de compte comme régissant toutes les questions de l'article 2(1), cette loi régira ces questions, que la convention de compte indique ou non la loi régissant la convention elle-même. Mais la règle principale de la Convention ne s'applique que si, au moment de l'accord (désignant ici l'accord sur la loi applicable), l'intermédiaire pertinent dispose dans l'Etat choisi d'un établissement (un « établissement conforme ») qui (a) soit seul, soit avec d'autres établissements ou d'autres personnes, où qu'ils soient situés, exerce à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de comptes de titres (mais pas nécessairement pour le compte particulier en question), que ce soit sous la forme d'une activité visée à

[23] Voir par ex., l'art. 20 de la *Convention du 14 mars 1978 sur la loi applicable aux contrats d'intermédiaires et à la représentation* ; l'art. 20 de la *Convention du 22 décembre 1986 sur la loi applicable aux contrats de vente internationale de marchandises* ; l'art. 21 de la *Convention du 1er août 1989 sur la loi applicable aux successions à cause de mort* ; l'art. 44 de la *Convention du 13 janvier 2000 sur la protection internationale des adultes*.

[24] Voir par ex., l'art. 19(2) de la *Convention de Rome de 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles* (« Convention de Rome ») et l'art. 24 de la *Convention inter-américaine de 1994 sur la loi applicable aux contrats internationaux*.

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

IV. Conflicts between territorial units within Multi-unit States

3-13 Most of the other modern Hague Conventions[23] and many other international treaties[24] contain a provision stating that a Multi-unit State shall not be bound to apply the rules of the Convention to conflicts having to do solely with two or more territorial units of that State or with that State itself and one or more of its territorial units. It was *not* felt necessary to include such a provision in the Securities Convention. First, Article 3 states that the Convention applies in situations concerning the laws of "different States", thereby making clear that the Convention does not apply to purely internal conflicts. More importantly, however, in the light of the characteristics of modern indirect holding patterns and the broad applicability of the Convention ensured by Article 3 (including the fact that the relation to another State may arise after the occurrence of a particular disposition), there is very little room for a purely internal situation to arise. There is nothing that prevents a Multi-unit State from applying, as a matter of purely internal law, the rules set forth in the Convention to conflicts that have to do solely with two or more territorial units of that State or with that State itself and one or more of its territorial units.

3-14 Article 12 ("Determination of the applicable law for Multi-unit States") does not enlarge the scope of the Convention to conflict of laws situations within a Multi-unit State (*i.e.*, "a State within which two or more territorial units of that State, or both the State and one or more of its territorial units, have their own rules of law in respect of any of the issues specified in Article 2(1)"; see comments on Art. 1(1)(m) in para. 1-28). Rather, Article 12 presupposes the applicability of the Convention under Article 3, that is, a conflict situation between the laws of different States, and provides interpretative and substantive provisions relating to the application of the Convention with regard to Multi-unit States (see comments on Art. 12).

CHAPTER II APPLICABLE LAW

Article 4 Primary rule

1. The law applicable to all the issues specified in Article 2(1) is the law in force in the State expressly agreed in the account agreement as the State whose law governs the account agreement or, if the account agreement expressly provides that another law is applicable to all such issues, that other law. The law designated in accordance with this provision applies only if the relevant intermediary has, at the time of the agreement, an office in that State, which –

a) alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary in that or another State –

i) effects or monitors entries to securities accounts;

ii) administers payments or corporate actions relating to securities held with the intermediary; or

iii) is otherwise engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts; or

b) is identified by an account number, bank code, or other specific means of identification as maintaining securities accounts in that State.

2. For the purposes of paragraph (1)(a), an office is not engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts –

a) merely because it is a place where the technology supporting the bookkeeping or data processing for securities accounts is located;

b) merely because it is a place where call centres for communication with account holders are located or operated;

c) merely because it is a place where the mailing relating to securities accounts is organised or files or archives are located; or

d) if it engages solely in representational functions or administrative functions, other than those related to the opening or maintenance of securities accounts, and does not have authority to make any binding decision to enter into any account agreement.

3. In relation to a disposition by an account holder of securities held with a particular intermediary in favour of that intermediary, whether or not that intermediary maintains a securities account on its own records for which it is the account holder, for the purposes of this Convention –

a) that intermediary is the relevant intermediary;

b) the account agreement between the account holder and that intermediary is the relevant account agreement;

c) the securities account for the purposes of Article 5(2) and (3) is the securities account to which the securities are credited immediately before the disposition.

I. Introduction

4-1 Article 4 sets forth the primary conflict of laws rule to determine the law applicable to the issues specified in Article 2(1) (the "Article 2(1) issues"), namely the law in force in the State (or territorial unit of a Multi-Unit State) expressly agreed in the account agreement as the State (or territorial unit of a Multi-Unit State) whose law governs the account agreement or, if the account agreement expressly provides for the law of a particular State (or territorial unit of a Multi-Unit State) to govern the Article 2(1) issues, then that law. If the law of a particular State is expressly agreed upon in an account agreement to govern all the Article 2(1) issues, that law will govern those issues whether or not the account agreement specifies the law by which the agreement itself is to be governed. But the Convention's primary rule applies only if, at the time of the agreement (by which is meant the agreement on governing law), the relevant intermediary has in the selected State an office (a "Qualifying Office") which (a) alone or with another office or third party wherever situated is engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts (though not necessarily the particular account in question), whether in the form of an

[23] See, *e.g.*, Art. 20 of the *Convention of 14 March 1978 on the Law Applicable to Agency*; Art. 20 of the *Convention of 22 December 1986 on the Law Applicable to Contracts for the International Sale of Goods*; Art. 21 of the *Convention of 1 August 1989 on the Law Applicable to Succession to the Estates of Deceased Persons*; Art. 44 of the *Convention of 13 January 2000 on the International Protection of Adults*.

[24] See, e.g., Art. 19(2) of the *Rome Convention of 1980 on the Law Applicable to Contractual Obligations* ('Rome I'), and Art. 24 of the *Inter-American Convention of 1994 on the Law Applicable to International Contracts*.

l'article 4(a)(i) ou (ii) ou autrement, ou (b) est identifié par un numéro de compte, code bancaire ou autre moyen spécifique d'identification comme tenant des comptes de titres dans l'Etat choisi. L'article 4(2) comporte une liste de fonctions dont aucune, à elle seule, ne constitue les fonctions admissibles pour la condition indiquée à l'article 4(1)(a)(iii). Si la loi applicable n'est pas déterminée en vertu de l'article 4, l'un des rattachements subsidiaires de l'article 5 déterminera la loi applicable. L'article 6 comprend une liste de facteurs dont la prise en compte pour déterminer la loi applicable en vertu de la Convention n'est pas admise.

4-2 L'article 4 détermine la loi de la Convention, que le droit du titulaire de compte portant sur le compte de titres soit qualifié de droit de propriété, contractuel, mixte ou autre, ou que le titulaire de compte ait ou non un droit de faire exécuter les titres à l'encontre de l'émetteur directement.

4-3 Le fait de permettre aux parties à une convention de déterminer la loi régissant les droits de tiers et la priorité entre personnes revendiquant des droits concurrents constitue, pour de nombreux ordres juridiques, une entorse aux règles traditionnelles de conflit de lois, selon lesquelles les droits de propriété et les transferts sont régis par la *lex rei sitae*. Cependant, l'extension aux biens incorporels d'un concept forgé pour les biens corporels a été d'une utilité discutable, impliquant l'attribution d'un lieu de situation théorique à un bien qui par nature n'a aucune manifestation matérielle. En outre, étant donné le fait que le lieu de situation attribué à un bien incorporel varie selon sa nature – notamment, selon qu'il s'agit d'une dette, d'un titre nominatif ou d'un titre au porteur – la *lex rei sitae* (plus précisément désignée dans le contexte des titres *lex cartae sitae*) ne constitue pas un concept structurant et il est préférable de la remplacer par une règle directe. Les tentatives d'attribution d'un *situs* artificiel aux titres détenus auprès d'un intermédiaire n'ont pas donné satisfaction. Pour les titres nominatifs détenus directement, une règle couramment appliquée vise le lieu de constitution de l'émetteur, ou alternativement le lieu où l'émetteur tient son registre de titres, et pour les titres au porteur détenus directement, le lieu de situation des certificats qui les représentent. Mais ces règles ont donné lieu à une incertitude juridique, des frais inutiles et de graves difficultés pratiques lors de leur application à des titres détenus par un investisseur dans un compte tenu par un intermédiaire, notamment parce qu'un compte de titres unique peut contenir des titres émis par un grand nombre d'émetteurs organisés selon le droit de divers Etats ou représentés par des certificats situés dans divers Etats, et parce qu'il peut y avoir plusieurs niveaux d'intermédiaires entre chaque émetteur et l'investisseur final. Même ceux qui soutenaient initialement une tentative d'extension de la règle de la *lex rei sitae* aux titres détenus auprès d'un intermédiaire n'ont pas été en mesure de mettre au point un critère permettant de déterminer le lieu de situation d'un compte de titres particulier et fonctionnant de manière fiable dans la totalité, voire dans la majorité, des Etats.

4-4 Ces difficultés tenant à la démarche de la *lex rei sitae* ont donné lieu à la proposition d'adopter l'approche dite du lieu de l'intermédiaire pertinent (PRIMA – *Place of the relevant intermediary approach*), c'est-à-dire la loi du lieu où l'intermédiaire direct – ou pertinent – du titulaire de compte tient le compte de titres pour le titulaire de compte, ce qui a semblé tout d'abord un facteur de rattachement bien plus réaliste. Cependant, il est apparu au cours des négociations que la Convention devait aller au-delà de la formulation initiale du principe de PRIMA en raison de la difficulté de l'identification du lieu de situation de l'intermédiaire pertinent, étant donné que dans le commerce mondial moderne, les diverses activités qu'implique la tenue de comptes de titres sont souvent dispersées entre établissements de différents pays, fréquemment déplacées, souvent exécutées par des sous-traitants, et de plus en plus couramment électroniques de sorte que, par exemple, si l'investisseur peut signer la convention de compte dans le pays A, le compte peut être contrôlé à partir du pays B et les registres électroniques de l'intermédiaire centralisés dans le pays C (voir les para. Int-41 et s. et 4-24 à 4-26).

4-5 A la lumière des problèmes liés à la *lex rei sitae* et à la formulation initiale des approches PRIMA, il a été décidé d'aller au-delà de la formulation initiale du principe de PRIMA. Cela a été fait de deux manières : (i) le concept d'attribution d'un « lieu de situation » à un intermédiaire ou compte de titres a été abandonné et remplacé par une démarche donnant effet à un accord sur la loi applicable entre un titulaire de compte et son intermédiaire ; et (ii) une condition d'établissement conforme a été ajoutée. Cette démarche présente plusieurs avantages. D'abord, elle confère la certitude, par opposition à la situation actuelle où la loi applicable déterminée par les règles de conflit du for peut varier d'une juridiction à une autre, entraînant une imprévisibilité et la recherche d'un for favorable *(forum shopping)* pour choisir celui dont les règles conduisent à l'application de la loi la plus favorable aux prétentions du demandeur. Ensuite, elle dirige toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard d'un compte de titres particulier vers la même loi, évitant ainsi le risque que des éléments différents d'une même opération ou d'une série d'opérations liées soient régis par des lois différentes. Une partie prévoyant d'acquérir une sûreté portant sur des titres crédités à un compte de titres peut toujours demander copie de la convention de compte et des renseignements sur l'état du compte si elle en ressent la nécessité. En allant au-delà du principe de PRIMA, la Convention conserve aux fins de ses règles de conflit le concept de l'intermédiaire pertinent et rejette toute démarche de *lex rei sitae* ou de « transparence » ou autre « Super-PRIMA » (voir les para. 4-11 et 4-43 et s.).

4-6 Le rattachement principal est fondé sur la relation entre un titulaire de compte et son intermédiaire et évite la nécessité de toute tentative (réelle ou artificielle) de localiser un compte de titres, l'établissement tenant un compte de titres, les titres sous-jacents ou les registres des émetteurs des titres sous-jacents. Il ne recherche pas non plus le lieu de résidence, d'organisation, ou d'activité en général, de conclusion de la convention de compte ou d'autres mesures prises par les parties à la convention de compte ou d'autres personnes ayant trait au compte de titres ou aux titres. Tout aussi inopérant est le fait qu'en vertu des règles matérielles de la *lex fori* ou de toute autre loi, un titulaire de compte a le droit de considérer son propre intermédiaire comme transparent et de faire valoir des droits directement à l'encontre d'un intermédiaire à un niveau supérieur ou de l'émetteur. La règle principale laisse aux parties à la convention de compte[25] le soin de choisir la loi régissant toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard des titres crédités sur le compte. Elle traduit une décision de politique de formuler une règle de conflits de lois réduisant les risques, assurant la promotion de la constitution et de l'investissement des capitaux, et permet-

[25] C'est l'accord entre ces deux parties qui est pris en considération en vertu de la Convention, même dans le cas d'un transfert. Lorsque le titulaire de comptes transfère des titres qui ont été crédités à son compte de titres, les effets du transfert sont régis par la loi de la Convention applicable désignée par les parties à la convention de compte (ou, à défaut par l'une des règles subsidiaires de l'art. 5) et les parties au transfert ne disposent pas de la faculté de soumettre ses effets à une loi différente par une clause d'élection de droit. La Convention s'applique non seulement aux rapports entre le titulaire de compte et son intermédiaire mais aussi aux effets de tout transfert de titres effectué par le titulaire de compte (voir les observations sur l'art. 2).

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

activity specified in Article 4(a)(i) or (ii) or otherwise, or (b) is identified by an account number, bank code or other specific means of identification as maintaining securities accounts in the selected State. Article 4(2) contains a list of functions none of which, standing alone, would amount to the functions required under the condition specified in Article 4(1)(a)(iii). If the applicable law is not determined under Article 4, one of the fall-back rules in Article 5 will determine the applicable law. Article 6 sets forth a list of factors that are not permitted to be considered in determining the applicable law under the Convention.

4-2 Article 4 determines the Convention law regardless of whether the account holder's interest in the securities is classified as proprietary, contractual, mixed or other, or whether the account holder has a right to enforce the securities directly against the issuer.

4-3 To allow the parties to an agreement to determine the law governing the rights of third parties and priority between competing claimants is in many jurisdictions a departure from traditional conflict of laws rules by which property rights and dispositions are governed by the *lex rei sitae*. However, the extension to intangible property of a concept devised for tangibles has proved of doubtful utility, involving the attribution of an artificial location to an asset which by its nature has no physical manifestation. Moreover, given that the location ascribed to an intangible varies according to its nature – in particular, whether it is a debt, a registered security or a bearer security – the *lex rei sitae* (more specifically referred to in the context of securities as the *lex cartae sitae*) does not constitute an organising concept and is best discarded in favour of a direct rule. Attempts to ascribe an artificial *situs* to securities held with an intermediary have proved unsatisfactory. For directly held registered securities a rule commonly applied is the place of the issuer's incorporation, or alternatively the place where the issuer maintains its securities register, and for directly held bearer securities the location of the certificates representing them. But these rules have resulted in legal uncertainty, unnecessary costs and serious practical difficulties when applied to securities held by an investor in an account maintained by an intermediary, particularly since a single securities account may contain securities issued by a variety of issuers organised under the laws of, or represented by certificates located in, a variety of States, and since there may be several tiers of intermediaries between each issuer and the ultimate investor. Even those who initially supported an attempt to extend the *lex rei sitae* rule to securities held with an intermediary were unable to develop a test for determining the location of a particular securities account that worked reliably in all or even most States.

4-4 These difficulties with the *lex rei sitae* approach led to the proposal to adopt the Place of the Relevant Intermediary Approach (PRIMA), that is, the law of the place where the account holder's direct – or relevant – intermediary maintains the securities account for the account holder, which at first seemed to provide a much more realistic connecting factor. However, it became apparent in the course of the negotiations that the Convention had to move beyond the initial formulation of the PRIMA principle because of the difficulty of identifying the relevant location of the intermediary, given that in modern global trading the various activities involved in the maintenance of securities accounts are often dispersed among offices in different countries, shift frequently, are often outsourced, and are becoming increasingly electronic so that, for example, while the investor may sign the account agreement in country A the account may be controlled from country B and the intermediary's electronic records centralised in country C (see paras. Int-41 *et seq.*, and 4-24 to 4-26).

4-5 In the light of these problems with the *lex rei sitae* and the initial formulation of the PRIMA approaches, it was decided to move beyond the initial formulation of the PRIMA principle. This was done in two ways: (i) the focus on attributing a "location" to an intermediary or a securities account was abandoned and replaced with an approach giving effect to an agreement on governing law between an account holder and its intermediary and (ii) a Qualifying Office requirement was added. This approach has several advantages. First, it provides certainty, in contrast to the present position where the applicable law as determined by the conflict rules of the forum may vary from jurisdiction to jurisdiction, leading to unpredictability and the prospect of forum shopping to select the forum whose conflict rules will lead to the application of the law most favourable to the claimant's case. Secondly, it routes all the Article 2(1) issues with respect to a particular securities account to the same law, thereby obviating the risk that different parts of a single transaction or a connected series of transactions with respect to that securities account will be governed by different laws. A party intending to acquire a security interest in securities credited to a securities account can always ask for a copy of the account agreement and information as to the state of the account if it feels the need for this. In moving beyond the initial formulation of the PRIMA principle, the Convention retains for the purposes of its conflict rules the concept of the relevant intermediary and rejects any *lex rei sitae* or "look-through" approach or any "Super-PRIMA" (see paras. 4-11 and 4-43 *et seq.*).

4-6 The primary rule is based on a relationship between an account holder and its intermediary and avoids the need for any attempt (real or artificial) to locate a securities account, the office that maintains a securities account, the underlying securities or the records of the issuers of the underlying securities. It also does not look to the place where the parties to the account agreement or other persons reside, are organised, conduct business generally, entered into the account agreement or otherwise took action related to the securities account or the securities. Equally irrelevant is the fact that under the substantive rules of the *lex fori* or any other law an account holder is entitled to look through his own intermediary and assert rights directly against a higher-tier intermediary or the issuer. The primary rule leaves it to the parties to the account agreement[25] to select the law governing all the Article 2(1) issues with respect to the securities credited to the account. It reflects a policy decision to formulate a conflict of laws rule that reduces risk, promotes capital formation and investment, reflects existing and foreseeable market practice, is practical and efficient, and permits market

[25] It is the agreement between those two parties that is given regard under the Convention, even in the context of a disposition – where the account holder disposes of securities that have been credited to his securities account the effects of the disposition are governed by the applicable Convention law chosen by the parties to the account agreement (or, in default, by one of the default rules in Art. 5), and it is not open to the parties to the disposition to subject its effects to a different law by a choice of law clause. The Convention law applies not only to the relations between the account holder and its intermediary but also to the effects of any disposition of the securities by the account holder (see commentary on Art. 2).

tant aux intervenants sur les marchés financiers de déterminer par avance, à l'égard de titres détenus auprès d'un intermédiaire, quelle loi régit toutes les questions de l'article 2(1), apportant une sécurité juridique et une prévisibilité préalables pour le plus grand nombre de situations et d'opérations.

4-7 Néanmoins, la Session diplomatique a reconnu les préoccupations exprimées par diverses délégations quant au fait d'accorder aux parties à une convention de compte une liberté totale pour choisir la loi régissant les questions de l'article 2(1). Il a été répondu à ces préoccupations par une disposition rendant inopérant le choix par les parties de la loi d'un Etat dans lequel l'intermédiaire n'a pas d'établissement conforme au moment de l'accord sur la loi applicable (voir les observations aux para. 4-21 et s.).

4-8 Afin d'empêcher les tribunaux d'appliquer des concepts traditionnels tels que la loi du lieu d'organisation de l'émetteur ou la loi du lieu de situation des titres détenus auprès d'un intermédiaire, l'article 6 énumère ces facteurs et d'autres comme devant ne pas être pris en compte pour déterminer la loi de la Convention.

4-9 Si la loi applicable n'est pas déterminée en vertu de l'article 4, soit parce que les parties ont expressément choisi une loi applicable mais que la condition d'établissement conforme n'est pas remplie, soit parce qu'elles ont omis tout choix exprès dans leur accord ou n'ont jamais conclu de convention de compte (voir le para. 5-7), les rattachements subsidiaires de l'article 5 seront appliqués pour déterminer la loi régissant toutes les questions de l'article 2(1). Ces règles sont structurées en cascade. Selon le premier rattachement subsidiaire, si une convention de compte écrite comporte une clause expresse et dépourvue d'ambiguïté selon laquelle l'intermédiaire pertinent a conclu la convention de compte via un établissement particulier, la loi applicable est la loi en vigueur dans l'Etat où était situé cet établissement au moment de la conclusion de la convention de compte, à condition que l'établissement soit un établissement conforme (au sujet de la condition d'établissement conforme, voir les para. 4-21 et s. ; pour le premier rattachement subsidiaire, voir les para. 5-4 et s.). L'établissement pertinent aux fins du premier rattachement subsidiaire n'étant pas le même que l'établissement pertinent aux fins de l'article 4(1), il est tout à fait possible de trouver une situation dans laquelle la condition d'établissement conforme n'est pas remplie selon l'article 4(1) mais est remplie selon l'article 5(1). Si la convention de compte n'est pas écrite ou ne comporte aucune déclaration de cette nature ou si l'établissement n'est pas un établissement conforme, le deuxième rattachement subsidiaire est appliqué, à savoir la loi en vigueur au lieu selon la loi duquel l'intermédiaire était constitué ou autrement organisé au moment de la conclusion de la convention de compte ou, en l'absence d'une convention écrite, au moment de l'ouverture du compte de titres (voir le para. 5-7 et s.). Lorsque ce rattachement subsidiaire médian n'est pas applicable, parce que l'intermédiaire n'était pas au moment de l'accord une personne morale ou une autre entité organisée, le dernier rattachement subsidiaire entre en jeu, à savoir le lieu d'activité de l'intermédiaire, ou s'il en a plus d'un, son principal lieu d'activité, au moment de la conclusion de la convention de compte écrite, ou en l'absence de convention écrite, au moment de l'ouverture du compte de titres (voir le para. 5-11).

4-10 Il est important de noter que la loi applicable déterminée en vertu de la Convention s'applique à *toutes* les questions de l'article 2(1). Il s'ensuit qu'il n'est pas possible que certaines de ces questions soient régies par une loi alors que d'autres le sont par une autre loi, et les parties n'ont pas non plus la possibilité de choisir une loi régissant une partie uniquement des questions de l'article 2(1) en laissant les questions restantes relever de l'article 5. Une telle stipulation serait inopérante et entraînerait l'application de la loi exprimée comme régissant la convention de compte ou, en l'absence d'un choix, ou d'un choix opérant, de cette loi, du rattachement subsidiaire pertinent de l'article 5.

4-11 Les règles de la Convention s'appliquent séparément à l'égard de chaque compte de titres (en d'autres termes, à chaque relation entre un titulaire de compte et son intermédiaire pertinent). Ainsi, lorsqu'il y a une chaîne d'intermédiaires entre un titulaire de compte et l'émetteur ou entre un titulaire de compte réalisant un transfert et la contrepartie à ce transfert, il n'y a pas de loi unique, telle que celle du lieu de constitution de l'émetteur, qui régirait toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard de tous les comptes de titres tenus par des intermédiaires se tenant entre le titulaire de compte et l'émetteur ou entre le titulaire de compte et sa contrepartie. Un tel résultat serait incompatible avec le principe fondamental qui sous-tend la Convention, selon lequel la loi applicable doit être celle qui est fondée sur la relation entre un titulaire de compte particulier et son intermédiaire pertinent (c'est-à-dire le compte de titres particulier et les droits résultant d'un crédit de titres sur celui-ci) (voir également les para. Int-30 et Int-31). L'application des articles 4 et 5 dans le contexte d'un transfert de titres réalisé au moyen d'un transfert d'un compte de titres vers un autre, y compris via une chaîne d'intermédiaires, est examinée en détail et illustrée par des exemples utiles dans les paragraphes 4-43 et s.

4-12 L'article 4(3) établit des règles interprétatives à l'égard d'un transfert par un titulaire de compte de titres détenus auprès d'un intermédiaire en faveur de cet intermédiaire (voir les para. 4-41 et 4-42).

4-13 Les articles 4 et 5 sont à lire conjointement avec l'article 7 (protection des droits en cas de changement de loi résultant d'une modification d'une convention de compte), l'article 12 (détermination de la loi applicable pour les Etats à plusieurs unités), et l'article 16 (conventions de compte et comptes de titres antérieurs à la Convention). Voir les commentaires de ces articles.

II. Le rattachement principal : article 4(1), première phrase

4-14 Sous réserve de la condition d'établissement conforme dans la seconde phrase (voir les para. 4-21 et s.), la règle régissant le rattachement principal, formulée dans la première phrase de l'article 4(1), est la suivante :

(1) si un titulaire de compte et son intermédiaire pertinent conviennent expressément que la loi d'un Etat particulier régira leur convention de compte, cette loi régira toutes les questions de l'article 2(1) (exemple 4-1) à moins que les parties n'aient en outre expressément choisi une loi différente pour régir toutes les questions de l'article 2(1). Dans ce cas, cette autre loi serait applicable ;

(2) si les parties ne conviennent pas expressément d'une loi pour régir la convention de compte mais conviennent bien de la loi d'un Etat particulier pour régir *toutes* les questions de l'article 2(1), cette loi régira ces questions.

4-15 L'expression « loi en vigueur de » figurant dans l'article 4(1) (et l'art. 5) a été utilisée de préférence à « loi de » pour couvrir les situations où, dans une unité territoriale, la loi pertinente comprend à la fois la loi de cette unité territoriale et, dans la mesure où elle est applicable (selon la loi soit de l'unité soit de l'Etat à plusieurs unités) dans cette unité, la loi de l'Etat à plusieurs unités[26].

[26] Au sujet du fonctionnement du rattachement principal à l'égard des Etats à

participants to determine in advance with respect to securities held with an intermediary which law governs all the Article 2(1) issues, providing *ex ante* legal certainty and predictability for the largest number of situations and transactions.

4-7 Nevertheless, the Diplomatic Conference recognised the concerns expressed by various delegations about allowing the parties to an account agreement complete freedom to choose the law governing the Article 2(1) issues. These concerns were addressed by a provision rendering ineffective the parties' choice of the law of a State in which the intermediary has no Qualifying Office at the time of the agreement on governing law. See comments in paragraphs 4-21 *et seq.*

4-8 To prevent courts from applying traditional concepts such as the law of the place of incorporation of the issuer or the law of the location of certificates to securities held with an intermediary, Article 6 lists these and other factors which are to be disregarded in determining the Convention law.

4-9 If the applicable law is not determined under Article 4, either because the parties have expressly selected an applicable law but the Qualifying Office requirement is not satisfied or because they have failed to make any express selection in their agreement or have never concluded an account agreement at all (see para. 5-7), the fall-back rules of Article 5 will be applied to determine the law governing all the Article 2(1) issues. These are arranged in a cascade. Under the first fall-back rule, if a written account agreement contains an express and unambiguous statement that the relevant intermediary entered into the account agreement through a particular office, the applicable law is the law in force in the State in which that office was located at the time the account agreement was entered into, provided that the office is a Qualifying Office (on the Qualifying Office requirement, see paras. 4-21 *et seq.*; on the first fall-back rule, see paras. 5-4 *et seq.*). Since the relevant office for the purpose of the first fall-back rule is not the same as the relevant office for the purpose of Article 4(1), it is quite possible to have a situation in which the Qualifying Office requirement is not satisfied under Article 4(1) but is satisfied under Article 5(1). If the account agreement is not in writing or it contains no such statement or if the office is not a Qualifying Office the second fall-back rule is applied, namely the law in force in the place under whose law the intermediary was incorporated or otherwise organised at the time of entry into the account agreement or, if there is no written agreement, at the time of opening of the securities account (see paras. 5-7 *et seq.*). Where this intermediate fall-back rule does not apply, because the intermediary was not at the time of the agreement a corporation or an otherwise organised entity, the ultimate fall-back rule comes into play, namely the intermediary's place of business, or if it has more than one then its principal place of business, at the time the written account agreement was entered into, or, if there is no written agreement, the securities account was opened (see para. 5-11).

4-10 It is important to note that the applicable law determined under the Convention applies to *all* of the Article 2(1) issues. Hence, it is not possible that some of these issues will be governed by one law while others are governed by a different law, nor is it open to the parties to select the law to govern only some of the Article 2(1) issues while leaving the remaining issues to be dealt with under Article 5. Such a provision would be ineffective and would lead to the application of the law expressed to govern the account agreement or, if there was no or no effective choice of such law, then the relevant fall-back rule in Article 5.

4-11 The Convention rules apply separately with respect to each securities account (in other words, to each relationship between an account holder and its relevant intermediary). Thus, when a chain of intermediaries stands between an account holder and the issuer or between an account holder making a disposition and the counterparty of that disposition, there is no single law, such as the place of the issuer's incorporation, which would govern all the Article 2(1) issues with respect to all securities accounts maintained by intermediaries standing between the account holder and the issuer or between the account holder and its counterparty. Any such result would be incompatible with the fundamental principle underlying the Convention that the law applicable should be that which is based on the relationship between a particular account holder and its relevant intermediary (*i.e.*, the particular securities account and the rights resulting from a credit of securities to it) (see also paras. Int-30 and Int-31). Application of Articles 4 and 5 in the context of a disposition of securities effectuated by transfer from one securities account to another, including through a chain of intermediaries, is discussed at length and illustrated by useful examples in paragraphs 4-43 *et seq.*

4-12 Article 4(3) sets forth interpretive rules with respect to a disposition by an account holder of securities held with an intermediary in favour of that intermediary (see paras. 4-41 and 4-42).

4-13 Articles 4 and 5 must be read in conjunction with Article 7 (protection of rights on change of law resulting from an amendment to an account agreement), Article 12 (determination of the applicable law for Multi-unit States) and Article 16 (Pre-Convention account agreements and securities accounts). See the commentaries to these Articles.

II. The primary rule: Article 4(1), first sentence

4-14 Subject to the Qualifying Office requirement in the second sentence (see paras. 4-21 *et seq.*), the primary rule, formulated in the first sentence of Article 4(1), is as follows:

(1) If an account holder and its relevant intermediary expressly agree that the law of a particular State will govern their account agreement, that law will govern the Article 2(1) issues (Example 4-1), unless the parties have in addition expressly selected a different law to govern all the Article 2(1) issues, in which case that law would apply;

(2) if the parties do not expressly agree on a law to govern the account agreement but do agree on the law of a particular State to govern all the Article 2(1) issues, then that law will govern those issues.

4-15 The phrase "law in force" in Article 4(1) (and Art. 5) is used in preference to "law of" to cover cases where, in a territorial unit, the relevant law includes both the law of that territorial unit and, to the extent applicable (under the law of either the unit or the Multi-Unit-State) in that unit, the law of the Multi-unit State.[26]

[26] On the operation of the primary rule in relation to Multi-unit States, see

4-16 Si les parties conviennent d'une loi pour régir uniquement l'une ou certaines des questions de l'article 2(1), ce choix est inopérant en vertu de l'article 4(1) pour déterminer la loi applicable. En pareil cas, si les parties sont également expressément convenues d'une loi pour régir la convention de compte en général, et en supposant remplie la condition d'établissement conforme, la loi qu'ils ont expressément choisie pour régir la convention de compte déterminera, en vertu de l'article 4(1), la loi applicable (exemple 4-2) ; si la condition d'établissement conforme n'est pas remplie, le rattachement subsidiaire pertinent de l'article 5 déterminera la loi applicable.

4-17 En vertu de l'article 4(1), la loi applicable aux questions de l'article 2(1) doit être déterminée sur le fondement de ce dont les parties sont convenues *expressément* dans la convention de compte. Le choix d'une loi pour régir les questions de l'article 2(1) ne peut en aucun cas résulter implicitement des termes de la convention de compte considérée dans son ensemble ou des circonstances extérieures (voir l'exemple 4-7)[27]. Il en est ainsi parce qu'on a jugé que la possibilité qu'un tribunal déduise implicitement un choix non exprimé réduirait la certitude du régime de conflit de lois résultant des articles 4 et 5. Un choix de loi implicite selon la même convention de compte peut rester opérant pour régir les questions échappant au champ d'application de l'article 2(1) et donc de la Convention (voir le commentaire de l'art. 2, et notamment les para. 2-4 à 2-8), mais les questions de l'article 2(1) seront régies par la loi applicable en vertu de la règle de rattachement subsidiaire pertinente de l'article 5 et par aucune autre loi que les parties pourraient avoir implicitement choisie.

4-18 Le choix de loi doit être exprimé dans le cadre de la convention de compte. La convention de compte peut être composée de plus d'un document. Une clause expresse de choix de loi comprise dans les conditions générales d'une convention de compte est suffisante en vertu de l'article 4(1). L'article 4(1) ne comporte aucune exigence que la convention de compte soit écrite. De fait, l'écriture n'est exigée nulle part dans la Convention, sauf à l'article 5. Un choix de loi oral exprès est donc opérant[28]. Seul le choix de loi lui-même doit être exprès. Le fait qu'il existe d'autres termes uniquement implicites n'est pas pertinent. Le moment auquel la condition d'établissement conforme doit être remplie et l'effet d'une modification de la convention de compte qui change ou dissocie et réaffirme expressément un accord sur la loi applicable font l'objet de développements au paragraphe 4-27.

Exemple 4-1

Un intermédiaire et son client concluent une convention de compte prévoyant expressément qu'elle est régie par la loi de Singapour et ne prévoyant pas expressément d'autre loi pour régir toutes les questions de l'article 2(1). Au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, l'intermédiaire exerçait une activité de tenue de comptes de titres via un établissement à Singapour comme décrit à l'article 4(1)(a)(iii). Par la suite, le client constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités sur celui-ci. Le bénéficiaire de la sûreté rend son droit opposable conformément à la loi de Singapour. Ultérieurement, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la sûreté a été rendue opposable. En vertu de l'article 4(1), la loi de Singapour régit les questions de l'article 2(1), y compris celle de l'opposabilité, parce que la loi de Singapour a été expressément convenue comme étant la loi régissant la convention de compte, aucune autre loi n'a été convenue comme régissant toutes les questions visées à l'article 2(1), et l'établissement de Singapour était un établissement conforme au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable (voir les para. 4-21 et s.). Même si cela devait être possible, il n'est pas nécessaire de déterminer si le compte de titres a été tenu à un moment quelconque par l'intermédiaire dans l'établissement de Singapour ; ce fait serait dépourvu de pertinence.

Exemple 4-2

Les faits sont identiques à ceux de l'exemple 4-1, sauf que la convention de compte prévoit que la loi italienne régira la question de l'opposabilité mais pas toutes les questions de l'article 2(1), et que le bénéficiaire de la sûreté rend sa sûreté opposable conformément à la loi italienne. L'article 4(1) ne donnera pas effet à l'accord sur la loi italienne parce qu'il n'en a pas été convenu pour toutes les questions de l'article 2(1). En vertu de l'article 4(1), la loi de Singapour régit toutes les questions de l'article 2(1), y compris celle de l'opposabilité, parce que la loi de Singapour a été expressément convenue comme loi régissant la convention de compte, le choix de la loi italienne pour régir la question de l'opposabilité était inopérant, et l'établissement de Singapour était un établissement conforme au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable.

4-19 La question de savoir si un accord sur la loi applicable est inexistant en raison de l'absence de consentement (par ex., en raison d'une doctrine généralement applicable en droit des contrats telle que l'incapacité) est régie par les règles de conflit de lois du for autre que celles contenues dans la Convention. Si, en vertu des règles matérielles applicables, le consentement fait défaut, il n'existe en réalité aucun accord aux fins de l'article 4(1) et le rattachement subsidiaire pertinent de l'article 5 s'applique. S'il existe un accord consenti, une règle matérielle privant cet accord d'efficacité juridique ne peut-être appliquée qu'en conformité avec l'article 11.

4-20 Si toutes les questions de l'article 2(1) doivent être régies par la même loi, les parties à la convention de compte ont la possibilité de choisir des lois différentes pour des titres différents détenus auprès d'un même intermédiaire en ouvrant des comptes ou sous comptes différents, chacun régi par sa propre loi, à condition dans chacun des cas que la condition d'établissement conforme soit remplie.

plusieurs unités, voir le commentaire de l'art. 12. L'art. 12(2) clarifie expressément le sens de l'expression « loi en vigueur dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités » qui est utilisée dans plusieurs dispositions de la Convention (voir les para. 12-12 et 12-13).

[27] Ceci contraste avec l'art. 16(4) qui, dans les cas limités où cette disposition s'applique, reconnaît en vertu de la Convention un effet à l'accord entre les parties relativement au lieu de tenue du compte de titres même lorsque l'accord doit résulter implicitement des termes de la convention de compte ou des circonstances extérieures à celle-ci au moment de sa conclusion (voir les para. 16-269 et 16-270). Les dispositions de l'art. 16 pour l'interprétation des conventions de compte conclues antérieurement à la Convention et ne faisant pas expressément référence à la Convention n'ont aucune pertinence pour le sens ou l'effet des termes de conventions de compte conclues après la Convention ou de ces conventions antérieures à la Convention faisant expressément référence à la Convention (voir art. 16(2)), et aucune logique ou politique n'impose voire ne supporte des conclusions fondées sur un raisonnement *a contrario*.

[28] Une clause orale d'élection de droit est opérante aux fins de la Convention même dans le cas où un écrit ou autre condition de forme la rendrait inopérante selon une quelconque condition de droit international privé ou matériel exigeant un écrit.

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

4-16 If the parties agree on a law to govern only one or some of the Article 2(1) issues, that choice is not effective under Article 4(1) to determine the applicable law. In such a case, then if the parties have also expressly agreed on a law to govern the account agreement generally and assuming the Qualifying Office requirement is satisfied, the law expressly selected by them to govern the account agreement will, under Article 4(1), determine the applicable law (Example 4-2); if the Qualifying Office requirement is not satisfied, the relevant fall-back rule in Article 5 will determine the applicable law.

4-17 Under Article 4(1), the law applicable to the Article 2(1) issues must be determined on the basis of what the parties have *expressly* agreed in the account agreement. The choice of a law to govern the Article 2(1) issues may under no circumstances be implied from the terms of the account agreement considered as a whole or from the surrounding circumstances (see Example 4-7).[27] This is because it was felt that the possibility for a court to imply an unexpressed choice would reduce the certainty of the conflict of laws regime created by Articles 4 and 5. An implied choice of law under the same account agreement may still be effective to govern matters that are outside the scope of Article 2(1) and hence the Convention (see commentary to Art. 2, in particular paras. 2-4 to 2-8), but the Article 2(1) issues will be governed by the law applicable under the relevant fall-back rule in Article 5 and not by any other law the parties may impliedly have chosen.

4-18 The choice of law must be expressed as part of the account agreement. The account agreement may consist of more than one document. An express choice of law provision in the general terms and conditions of the account agreement is sufficient under Article 4(1). There is no requirement in Article 4(1) that the account agreement be in writing; indeed, writing is not required anywhere by the Convention, except under Article 5. So an oral express choice of law is effective.[28] It is only the choice of law itself that need be express. The fact that there are other terms which are merely implied is irrelevant. The time at which the Qualifying Office test is to be satisfied and the effect of a modification of the account agreement which changes or singles out and expressly reaffirms an agreement on the governing law are discussed in paragraph 4-27.

Example 4-1

An intermediary and its customer enter into an account agreement which expressly provides that it is governed by the laws of Singapore and does not expressly provide that a different law governs all the Article 2(1) issues. At the time the agreement on governing law was made, the intermediary was engaged in a business of maintaining securities accounts through an office in Singapore as described in Article 4(1)(a)(iii). Later, the customer grants a security interest in the securities account and all securities credited to the account. The secured party perfects its interest in accordance with Singapore law. Still later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the security interest is perfected. Under Article 4(1), Singapore law governs the Article 2(1) issues, including the perfection issue, because Singapore law was expressly agreed as the law governing the account agreement, another law was not agreed to govern all the issues specified in Article 2(1), and the Singapore office was a Qualifying Office at the time the agreement on governing law was made (see paras. 4-21 et seq.). Even if it were possible, it is not necessary to determine whether the securities account was at any time maintained by the intermediary at the Singapore office; that fact would be irrelevant.

Example 4-2

The facts are as in Example 4-1 except that the account agreement provides that Italian law governs the perfection issue but not all the Article 2(1) issues and the secured party perfects its interest under Italian law. Article 4(1) will not give effect to the agreement on Italian law because it was not agreed upon for all the Article 2(1) issues. Under Article 4(1), Singapore law governs all the Article 2(1) issues, including the perfection issue, because Singapore law was expressly agreed as the law governing the account agreement, the selection of Italian law to govern the perfection issue was not effective, and the Singapore office was a Qualifying Office at the time the agreement on governing law was made.

4-19 The question whether an agreement on the governing law does not exist due to the absence of consent (*e.g.*, by reason of a generally applicable contract law doctrine such as lack of capacity) is governed by the conflict of laws rules of the forum other than those contained in the Convention. If, under the applicable substantive rule, consent is absent, there is in fact no agreement for the purpose of Article 4(1) and the relevant fall-back rule of Article 5 applies. If there is a consented-to agreement, a material rule depriving that agreement of legal effectiveness may be applied only in accordance with Article 11.

4-20 While all the Article 2(1) issues are required to be governed by the same law, it is open to the parties to the account agreement to select different laws for different securities held with the same intermediary by opening different accounts or sub-accounts, each governed by its own law, provided that in each case the Qualifying Office test is satisfied.

the commentary to Art. 12; Art. 12(2)(a) expressly clarifies the meaning of the expression "law in force in a territorial unit of a Multi-unit State", which is used in several provisions of the Convention (see paras. 12-12 and 12-13).

[27] This is in contrast to Art. 16(4), which, in the limited circumstances in which that provision is applicable, gives a Convention effect to an agreement between the parties as to where the securities account is maintained even when that agreement is implied from the terms of the account agreement or from the surrounding circumstances at the time the account agreement was entered into (see paras. 16-20 and 16-21). The rules of Art. 16 for interpretation of pre-Convention account agreements which do not expressly refer to the Convention have no bearing on the meaning or effect of language in post-Convention agreements or those pre-Convention agreements which expressly refer to the Convention (see Art. 16(2)), and there is no logic or policy that would compel or even support conclusions based on *a contrario* arguments.

[28] An oral governing law clause is effective for Convention purposes even if a writing or other formality requirement would render it ineffective under any private international law or substantive writing requirement.

III. La condition d'établissement conforme : article 4(1), seconde phrase, et article 4(2)

A. *Introduction*

1. *Résumé des conditions*

4-21 L'efficacité du choix de la loi applicable par les parties en vertu de la première phrase de l'article 4(1), ainsi que du premier rattachement subsidiaire de l'article 5, est soumise à la condition d'établissement conforme résultant de la seconde phrase de l'article 4(1). Celle-ci impose qu'au moment de l'accord sur la loi applicable (ou, dans le cas de l'article 5(1), au moment de la conclusion initiale de la convention de compte), l'intermédiaire pertinent dispose d'un établissement remplissant les conditions qui y sont établies. L'effet du manquement à la condition d'établissement conforme dépend de la nature du choix :

(1) Si les parties choisissent la loi devant régir la convention de compte mais ne choisissent pas de loi différente pour régir toutes les questions de l'article 2(1), et si le choix ne remplit pas la condition d'établissement conforme, il est alors nécessaire d'avoir recours au rattachement subsidiaire pertinent de l'article 5.

(2) Le même résultat se produit dans le cas inverse, où les parties ne choisissent pas de loi pour régir la convention de compte mais choisissent bien une loi pour régir toutes les questions de l'article 2(1) et que ce choix ne remplit pas la condition d'établissement conforme.

(3) Si les parties choisissent une loi pour régir la convention de compte et une autre loi pour régir toutes les questions de l'article 2(1) et que cette dernière, contrairement à la première, ne remplit pas la condition d'établissement conforme, la loi applicable est celle choisie par les parties pour régir la convention de compte. Il en est ainsi parce que la première phrase de l'article 4(1) repose sur la présupposition que le choix d'une loi différente pour régir les questions de l'article 2(1) est un choix opérant[29].

4-22 Il existe deux conditions distinctes à remplir au moment de l'accord sur la loi applicable pour satisfaire la condition d'établissement conforme de l'article 4(1).

(1) L'intermédiaire pertinent doit disposer d'un établissement dans l'Etat dont la loi a été expressément convenue entre les parties, un établissement selon la définition de l'article 1(1)(j) (voir les para. 1-22 et s.)[30].

(2) Cet établissement doit, soit seul soit avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour celui-ci :

(a) exercer à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de compte de titres, soit en remplissant l'une des fonctions précisées dans les articles 4(1)(a)(i) ou (ii) soit autrement ; ou

(b) être identifié par un moyen spécifique d'identification comme tenant des comptes de titres dans l'Etat en question.

4-23 Il est important de noter qu'aucun aspect de la condition d'établissement conforme de l'article 4(1) ne concerne un quelconque compte *particulier* tenu par l'intermédiaire pertinent ou un quelconque titulaire de compte *particulier*. Un établissement est un établissement conforme s'il exerce à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de compte de titres, ou est identifié par un moyen spécifique d'identification comme tenant des comptes de titres dans l'Etat choisi, même si le compte de titres du titulaire de compte particulier à l'égard duquel une question se pose est tenu par un établissement situé dans un autre Etat (en supposant qu'il est possible de déterminer où un compte particulier est tenu).

Exemple 4-3

Un intermédiaire et son client concluent une convention de compte. La convention de compte prévoit expressément qu'elle est régie par la loi argentine et ne prévoit pas expressément qu'une autre loi régit toutes les questions de l'article 2(1). L'intermédiaire avait un établissement à Buenos Aires au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable. Un système de codage identifiait l'établissement de Buenos Aires comme tenant des comptes de titres en Argentine comme prévu par l'article 4(1)(b). Par la suite, le client constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités sur ce compte. Le bénéficiaire de la sûreté rend sa sûreté opposable conformément à la loi argentine. Ultérieurement, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la sûreté a été rendue opposable. En vertu de l'article 4(1), la loi argentine régit toutes les questions de l'article 2(1), y compris celle de l'opposabilité, parce que la loi argentine a été expressément convenue comme étant la loi régissant la convention de compte, aucune autre loi n'a été convenue comme régissant toutes les questions mentionnées à l'article 2(1), et l'établissement de Buenos Aires était un établissement conforme au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable. Même si cela devait être possible, il n'est pas nécessaire de déterminer si le compte de titres a été tenu à un moment quelconque par l'intermédiaire dans l'établissement de Buenos Aires ou si l'établissement de Buenos Aires a jamais exercé une activité de tenue de comptes de titres. Ces faits seraient dépourvus de pertinence.

Exemple 4-4

Un intermédiaire organisé selon la loi panaméenne et son client concluent une convention de compte. La convention de compte prévoit expressément qu'elle est régie par la loi de New York, et ne prévoit expressément aucune autre loi comme régissant toutes les questions de l'article 2(1). L'intermédiaire n'avait aucun établissement en un lieu quelconque des Etats-Unis au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable. Par la suite, le client constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités sur celui-ci. Ultérieurement, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la sûreté a été rendue opposable. La clause désignant la loi de New York comme étant applicable n'a pas pour effet en vertu de l'article 4(1) de déterminer la loi applicable parce que l'intermédiaire n'avait pas d'établissement conforme aux Etats-Unis au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable. Par conséquent, la loi applicable sera déterminée en vertu de l'article 5. Dans cet exemple, parce que l'article 5 sera appliqué, le lieu d'organisation de l'intermédiaire est pertinent.

Exemple 4-5

Un intermédiaire et son client concluent une convention de compte. La convention de compte prévoit expressément qu'elle est régie par la loi portugaise. Elle prévoit

[29] Dans le cas inverse, lorsque la condition d'établissement conforme est remplie quant à la loi choisie pour régir toutes les questions de l'art. 2(1) mais pas quant à la loi choisie pour régir la convention de compte, il n'y a bien entendu pas de difficulté, car même si ce dernier choix avait rempli la condition d'établissement conforme, il aurait été donné effet au choix de la première.

[30] Au sujet du fonctionnement de la condition d'établissement conforme à l'égard des Etats à plusieurs unités, voir le commentaire de l'art. 12.

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

III. The Qualifying Office requirement: Article 4(1), second sentence, and Article 4(2)

A. *Introduction*

1. *The conditions summarised*

4-21 The effectiveness of the choice of governing law by the parties under the first sentence of Article 4(1), as well as the first fall-back rule in Article 5, is subject to the Qualifying Office requirement prescribed by the second sentence of Article 4(1). This requires that, at the time of the agreement on governing law (or, in the case of Art. 5(1), at the time the account agreement is first entered into), the relevant intermediary has an office which meets the requirements there set out. The effect of failure to satisfy the Qualifying Office requirement depends on the nature of the selection:

(1) If the parties choose the law to govern the account agreement but do not choose a different law to govern all the Article 2(1) issues, then if the choice fails to satisfy the Qualifying Office requirement it is necessary to resort to the applicable fall-back rule in Article 5.

(2) The same result follows in the converse case where the parties do not select a law to govern the account agreement but do select a law to govern all the Article 2(1) issues and the selection fails the Qualifying Office requirement.

(3) If the parties choose one law to govern the account agreement and a different law to govern all the Article 2(1) issues and the latter but not the former fails to satisfy the Qualifying Office requirement, the applicable law is that chosen by the parties to govern the account agreement. This is because the first sentence of Article 4(1) is predicated on the assumption that the choice of a different law to govern the Article 2(1) issues is an effective choice.[29]

4-22 There are two separate conditions that must be met at the time of the agreement on governing law in order to satisfy the Article 4(1) Qualifying Office requirement:

(1) The relevant intermediary must have an office within the State whose law has been expressly agreed upon by the parties, an office as defined by Article 1(1)(j) (see paras. 1-22 *et seq.*).[30]

(2) That office must, either alone or with other offices of the relevant intermediary or other persons acting for it, be:

(a) engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts, whether by fulfilling one of the functions specified in Article 4(1)(a)(i) or (ii) or otherwise; or

(b) identified by some specific means of identification as maintaining securities accounts in the State in question.

4-23 It is important to note that no aspect of the Article 4(1) Qualifying Office requirement relates to any *specific* account maintained by the relevant intermediary or any *specific* account holder. An office is a Qualifying Office if it engages in the business or other regular activity of maintaining securities accounts, or is identified by some specific means of identification as maintaining securities accounts in the selected State, even if the securities account of the particular account holder in respect of which an issue arises is maintained by an office situated in another State (assuming that one can determine where a particular account is maintained).

Example 4-3

An intermediary and its customer enter into an account agreement. The account agreement expressly provides that it is governed by the laws of Argentina and does not expressly provide that a different law governs all the Article 2(1) issues. The intermediary had an office in Buenos Aires at the time the agreement on governing law was made. A coding system identified the Buenos Aires office as maintaining securities accounts in Argentina as described in Article 4(1)(b). Later, the customer grants a security interest in the securities account and all securities credited to the account. The secured party perfects its security interest in accordance with Argentine law. Still later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the security interest is perfected. Under Article 4(1), Argentine law governs all the Article 2(1) issues, including the perfection issue, because Argentine law was expressly agreed as the law governing the account agreement, another law was not agreed to govern all the issues specified in Article 2(1), and the Buenos Aires office was a Qualifying Office at the time the agreement on governing law was made. Even if it were possible, it is not necessary to determine whether the securities account was at any time maintained by the intermediary at the Buenos Aires office or whether the Buenos Aires office ever engaged in maintaining securities accounts; those facts would be irrelevant.

Example 4-4

An intermediary organised under the laws of Panama and its customer enter into an account agreement. The account agreement expressly provides that it is governed by the laws of New York and does not expressly provide that another law governs all the issues specified in Article 2(1). The intermediary did not have an office anywhere in the United States at the time the agreement on governing law was made. Later, the customer grants a security interest in the securities account and all securities credited to the account. Still later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the security interest is perfected. The New York governing law clause does not have the effect under Article 4(1) of determining the applicable law because the intermediary did not have a Qualifying Office in the United States at the time the agreement on governing law was made. Consequently, the applicable law will be determined under Article 5. In this example, because Article 5 will be applied, the place of organisation of the intermediary is relevant.

Example 4-5

An intermediary and its customer enter into an account agreement. The account agreement expressly provides that it is governed by the laws of Portugal. It also expressly

[29] In the converse case where the Qualifying Office requirement is satisfied as to the law chosen to govern all the Article 2(1) issues but not as to the law chosen to govern the account agreement there is, of course, no problem, since even if the latter choice had satisfied the Qualifying Office requirement effect would have been given to the choice of the former.

[30] On the operation of the Qualifying Office requirement in relation to Multi-unit States, see the commentary to Art. 12.

en outre expressément que la loi italienne régit toutes les questions de l'article 2(1). Au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, l'intermédiaire avait un établissement à Lisbonne qui effectuait ou assurait le suivi des inscriptions en comptes de titres, comme indiqué à l'article 4(1)(a)(i). Il n'avait pas d'établissement en Italie. Par la suite, le client constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités sur celui-ci. Le bénéficiaire de la sûreté rend sa sûreté opposable conformément à la loi portugaise. Ultérieurement, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la sûreté a été rendue opposable. En vertu de l'article 4(1), la loi portugaise régit toutes les questions de l'article 2(1), y compris celle de l'opposabilité. Parce que l'intermédiaire n'avait pas d'établissement conforme en Italie au moment de la conclusion de l'accord selon lequel la loi italienne régirait toutes les questions de l'article 2(1), l'accord n'a pas pour effet en vertu de l'article 4(1) de déterminer la loi applicable. Il n'a pas non plus pour effet d'exclure le choix de la loi portugaise (c'est-à-dire qu'il n'empêche pas la clause générale d'élection de droit de produire son effet de détermination en vertu de la règle principale). Le choix de la loi portugaise remplit la condition parce que l'intermédiaire, au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, avait un établissement conforme au Portugal. Le fait que le choix de la loi italienne ne détermine pas la loi applicable en vertu de la règle principale n'entraîne pas l'application de l'article 5. Ceci résulte du fait que, en vertu de l'article 4(1), une clause générale d'élection de droit remplissant la condition d'établissement conforme n'est écartée que s'il existe également un choix explicite d'une autre loi pour régir toutes les questions indiquées à l'article 2(1) et que ce choix explicite remplit la condition d'établissement conforme. Même si cela devait être possible, il n'est pas nécessaire de déterminer si le compte de titres a été tenu à un moment quelconque par l'intermédiaire dans l'établissement de Lisbonne : ce fait serait dépourvu de pertinence.

4-24 Dans l'environnement du marché actuel, il est de plus en plus courant que les activités qu'impliquent les opérations de tenue de compte et de services aux clients résultant d'un compte de titres unique soient réalisées à partir de divers établissements ou exécutées par des sous-traitants dans une multitude de lieux. A titre d'illustration, supposons qu'un intermédiaire constitué selon la loi de l'Etat de New York convienne avec son client que le compte de titres du client sera tenu à Tokyo parce que c'est là que le compte de titres a été initialement ouvert et que le premier crédit de titres sur le compte a été effectué. Cependant, l'intermédiaire envoie tous les relevés de compte au client depuis un établissement situé à Dublin. Le client perçoit des dividendes gérés et envoyés depuis un établissement de Hong Kong et obtient des renseignements quant à l'état du compte auprès d'un établissement proche du siège social du client à Singapour. Toutes les activités de l'intermédiaire relatives à chacun de ses comptes de titres (y compris les inscriptions effectuées) sont sauvegardées et suivies par deux systèmes informatiques distincts dirigés respectivement depuis ses établissements de New Delhi et de San Francisco. Enfin, le client accède régulièrement aux renseignements portant sur le compte de titres concerné depuis un ordinateur portable pendant de nombreux déplacements dans le monde entier.

4-25 Dans une telle situation, si le critère était le lieu de situation du compte de titres ou le lieu de situation de l'établissement où le compte de titres est tenu, aucune certitude ne pourrait être obtenue et un tel critère serait une invitation au contentieux, exigeant des tribunaux qu'ils procèdent à un examen des faits approfondi. Les risques et charges que cela représente pour un preneur de garantie potentiel sont aisément appréciables.

4-26 L'utilisation d'obligations fiscales, comptables ou d'information réglementaire pour déterminer le lieu d'un compte de titres ou de l'établissement tenant un compte de titres a également été envisagée. En effet, dans certains Etats, les intermédiaires peuvent être obligés d'attribuer un code à chaque compte de titres, avec comme résultat d'affecter de fait ce compte à un établissement particulier à des fins comptables ou pour le besoin d'une déclaration réglementaire ou fiscale. Cette approche a été rejetée pour plusieurs raisons. Tout d'abord, ces obligations fiscales, comptables ou d'information réglementaire ne sont pas du tout universelles et peuvent représenter l'exception plutôt que la règle. Certains Etats disposent de règles comptables complètes pour les éléments d'actif et de passif figurant au bilan d'un intermédiaire, mais beaucoup n'ont pas de telles règles pour les comptes de titres qui ne figurent pas au bilan de l'intermédiaire. Ensuite, les dispositions comptables, réglementaires et fiscales sont fondées sur des considérations qui n'ont aucun rapport avec les considérations qu'implique l'activité mondiale de conservation, de compensation et de règlement-livraison de titres. Dès lors, il serait tout à fait arbitraire d'utiliser, en vue de déterminer la loi applicable à des fins commerciales sans rapport avec ces critères, l'affectation d'un compte de titres à un établissement particulier effectuée pour des besoins fiscaux, comptables ou d'information réglementaire. Cela est particulièrement vrai eu égard au fait que certaines ou la totalité des fonctions qu'impliquent la tenue de et les services relatifs à un compte de titres sont de plus en plus souvent exécutées à partir de plusieurs établissements ou données en sous-traitance à des tiers dans des lieux différents.

Exemple 4-6

Un intermédiaire et son client concluent une convention de compte. La convention de compte prévoit expressément que la loi péruvienne régit toutes les questions de l'article 2(1) mais que le compte doit être tenu à Buenos Aires, où l'intermédiaire a un établissement. La convention de compte ne précise pas de loi pour régir la convention de compte. Au moment de la conclusion, l'intermédiaire avait également un établissement à Lima. Il n'existait pas de moyen spécifique d'identifier l'établissement de Lima comme tenant des comptes de titres. L'établissement de Lima ne remplissait pas, par lui-même, les fonctions décrites dans les articles 4(1)(a)(i) ou (ii) ou des fonctions équivalant à une activité de tenue de comptes de titres telles que décrites à l'article 4(1)(a)(iii). Cependant, les fonctions remplies par l'établissement de Lima, combinées avec les fonctions remplies ailleurs (pas nécessairement au Pérou) par un tiers auquel l'intermédiaire péruvien avait donné en sous-traitance certains aspects de la tenue de comptes de titres, constituaient bien une activité de tenue de comptes de titres au sens de l'article 4(1)(a)(iii). Par la suite, le client constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités sur celui-ci. Le bénéficiaire de la sûreté rend sa sûreté opposable conformément à la loi péruvienne. Ultérieurement, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la sûreté a été rendue opposable. En vertu de l'article 4(1), la loi péruvienne régit les questions de l'article 2(1), y compris celle de l'opposabilité, parce que la loi péruvienne a été expressément convenue comme étant la loi régissant toutes les questions de l'article 2(1), et que l'établissement de Lima était un établissement conforme au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable. Que le compte de titres ait été ou non tenu à un moment quelconque par l'intermédiaire dans l'établissement de Lima n'a aucune pertinence. Même si cela devait être possible, il n'est pas utile de déterminer si le compte de titres a été, à un moment quelconque, tenu par l'intermédiaire dans l'établissement de Lima. Cette information serait dépourvue de pertinence. L'accord des par-

provides that Italian law governs all the Article 2(1) issues. At the time the agreement on governing law was made, the intermediary had an office in Lisbon which effected or monitored entries to securities accounts as described in Article 4(1)(a)(i); it did not have an office in Italy. Later, the customer grants a security interest in the securities account and all securities credited to the account. The secured party perfects its interest in accordance with Portuguese law. Still later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the security interest is perfected. Under Article 4(1), Portuguese law governs all the Article 2(1) issues, including the perfection issue. Because the intermediary did not have a Qualifying Office in Italy at the time the agreement that Italian law would govern all the Article 2(1) issues was made, that agreement does not have the effect under Article 4(1) of determining the applicable law. It also does not have the effect of displacing the choice of Portuguese law (i.e., it does not preclude the general governing law clause from having its determinative effect under the primary rule). The choice of Portuguese law satisfies the condition because the intermediary had, at the time the agreement on governing law was made, a Qualifying Office in Portugal. The fact that the choice of Italian law does not determine the applicable law under the primary rule does not lead to the application of Article 5. This is because, under Article 4(1), a general governing law clause that satisfies the Qualifying Office condition is displaced only if there is also present an explicit choice of another law to govern all the issues specified in Article 2(1) and that explicit choice satisfied the Qualifying Office condition. Even if it were possible, it is not necessary to determine whether the securities account was at any time maintained by the intermediary at the Lisbon office; that fact would be irrelevant.

4-24 In today's market environment, it is increasingly the case that the activities involved in the maintenance and customer service operations relating to a single securities account may be undertaken from a variety of offices or outsourced to third parties in a multitude of locations. By way of illustration, assume an intermediary incorporated under the laws of the State of New York agreed with its client that the client's securities account is maintained in Tokyo because it is the place where the account was initially opened and where the first credit of securities to the account was effected. However, the intermediary sends all its account statements to the client from an office in Dublin. The client receives dividends administered and sent from an office in Hong Kong and obtains advice as to the ongoing status of the account from an office near the client's main office in Singapore. All the intermediary's operations relating to each of its securities accounts (including the entries effectuated) are backed-up and monitored by two separate computer systems run from its New Delhi and San Francisco offices respectively. Finally, the client regularly accesses the information relating to the relevant securities account from a laptop during many trips around the world.

4-25 In such a situation, if the test were the location of the securities account or the location of the office where the securities account is maintained, no certainty could be achieved and such a test would invite litigation in which courts would be required to make fact-intensive inquiries. The risks and burdens presented to a potential collateral taker are readily apparent.

4-26 The use of tax, regulatory reporting or accounting requirements to determine the location of a securities account or the office maintaining a securities account was also considered having regard that in certain States intermediaries may be required to assign a code to each securities account that effectively allocates it to a particular office for tax, regulatory reporting or accounting purposes, but this was rejected for a number of reasons. First, such tax, regulatory reporting or accounting requirements are by no means universal and may be the exception rather than the rule. Some States have comprehensive accounting rules for assets and liabilities that appear on an intermediary's balance sheet, but many do not have such rules for securities accounts that do not appear on the intermediary's balance sheet. Secondly, accounting, regulatory, and tax rules are based on considerations that are wholly unrelated to the considerations involving the global business of securities custody, clearing and settlement. Consequently, to use the allocation of a securities account to a particular office for tax, regulatory reporting or accounting purposes to determine the applicable law for an unrelated business purpose would be quite arbitrary. This is particularly true in light of the reality that some or all of the functions involved in the maintenance and servicing of a securities account are increasingly being undertaken from more than one office or outsourced to third parties in several locations.

Example 4-6

An intermediary and its customer enter into an account agreement. The account agreement expressly provides that Peruvian law governs all the Article 2(1) issues but that the account is to be maintained in Buenos Aires, where the intermediary had an office. The account agreement did not specify a law to govern the account agreement. At the time of the agreement the intermediary also had an office in Lima. There did not exist a specific means of identifying the Lima office as maintaining securities accounts. The Lima office did not, by itself, serve the functions described in Article 4(1)(a)(i) or (ii) or functions that amounted to the business of maintaining securities accounts as described in Article 4(1)(a)(iii). However, the functions served by the Lima office, when combined with the functions served elsewhere (not necessarily in Peru) by a third party to which the Peruvian intermediary had outsourced aspects of the maintenance of securities accounts, did amount to the business of maintaining securities accounts as described in Article 4(1)(a)(iii). Later, the customer grants a security interest in the securities account and all securities credited to the account. The secured party perfects its interest in accordance with Peruvian law. Still later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the security interest is perfected. Under Article 4(1), Peruvian law governs the Article 2(1) issues, including the perfection issue, because Peruvian law was expressly agreed as the law governing all the Article 2(1) issues, and the Lima office was a Qualifying Office at the time the agreement on governing law was made. Whether the securities account was at any time maintained by the intermediary at the Lima office is irrelevant. Even if it were possible, it is not necessary to determine whether the securities account was at any time maintained by the intermediary at the Lima office; that fact would be irrelevant. The parties' agreement as to the

ties quant au lieu de tenue de compte (par ex., Buenos Aires) est également dépourvu de pertinence.

Exemple 4-7

Un intermédiaire ayant un établissement à Londres conclut une convention de compte à Londres avec une société du Royaume-Uni dont le siège social est situé à Londres. La convention prévoit qu'elle a été conclue via l'établissement de Londres de l'intermédiaire, que le compte doit être tenu à Londres et que les avis et autres documents doivent être communiqués à la société à l'adresse de son siège social. La convention ne comporte aucune clause portant sur la loi applicable. Le compte est par la suite crédité de divers titres acquis pour le compte de la société, les émetteurs étant constitués en France, en Allemagne et en Italie. Par la suite, la société donne les titres français en nantissement à une Banque française selon un contrat de nantissement conclu à Paris. Une question survient quant à savoir si le nantissement a été rendu opposable. Bien que les circonstances semblent suffisantes pour indiquer un accord tacite entre l'intermédiaire et la société du Royaume-Uni pour que la convention de compte soit régie par la loi anglaise, l'article 4(1) ne s'applique pas, car il n'y a pas d'accord exprès portant sur la loi applicable, de sorte que la question sera tranchée selon la loi applicable en vertu de l'article 5(1), ce qui dans cet exemple conduit au même résultat.

2. *Le facteur temporel*

4-27 Le moment où la condition « d'établissement conforme » contenue dans la deuxième phrase de l'article 4(1) doit être remplie est le moment de la conclusion de l'accord exprès sur la loi applicable. S'il n'y a pas « d'établissement conforme » à ce moment, l'accord sur la loi applicable est inopérant en vertu de l'article 4(1), même si par la suite un établissement devient un établissement conforme. Inversement, s'il existe un établissement qui constitue un établissement conforme au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, le fait qu'il perde cette qualité par la suite, voire qu'il soit fermé, n'affecte pas le caractère efficace du choix de la loi applicable en vertu de l'article 4(1). Cependant, la condition d'établissement conforme doit être appliquée de nouveau chaque fois que la convention de compte est modifiée soit en changeant la loi applicable, soit en modifiant autrement la convention et en dissociant et reconfirmant expressément la clause d'élection de droit préexistante. Une nouvelle application de la condition d'établissement conforme peut conduire à la satisfaction de la condition alors que celle-ci n'était auparavant pas remplie ; ou il peut en résulter que la condition d'établissement conforme cesse d'être remplie du fait que désormais la loi choisie est celle d'un Etat dans lequel l'intermédiaire n'a pas d'établissement conforme. Dans chaque situation, les effets de la modification n'opèrent qu'à compter de cette modification. Ainsi, il n'y a pas de nouvelle application automatique (ou de réexamen en vertu) de l'article 4 chaque fois qu'une convention de compte est modifiée (par ex., modification de l'échelonnement des frais). La ré-application se produit seulement lorsque la convention de compte est modifiée soit en changeant la loi applicable, soit en modifiant autrement la convention et en dissociant et reconfirmant expressément la clause d'élection de droit préexistante (voir en outre les observations au para. 4-18 et le commentaire de l'art. 7).

4-28 Dans quasiment tous les cas, l'accord sur la loi applicable fera partie de la convention de compte *ab initio*, de sorte que l'accord sur la loi applicable sera conclu simultanément avec la convention de compte et en fera partie. Il est toutefois possible que les parties aient conclu une convention de compte sans inclure de clause d'élection de droit et, en souhaitant réparer cette omission, conviennent par la suite d'une loi applicable, ce choix étant alors intégré à la convention de compte. Ou bien, ayant convenu initialement d'une clause d'élection de droit en faveur de la loi X, les parties pourraient modifier par la suite cette clause de leur convention de compte pour désigner la loi Y comme loi applicable. Dans ces cas, le critère d'établissement conforme doit être appliqué de nouveau à la lumière de la modification (appliqué désormais au moment de la modification), et s'il y est satisfait, le choix de loi ou d'une loi différente produit ses effets. Cette règle doit être gardée à l'esprit lorsqu'on traite, conformément à l'article 7, de l'effet de certaines modifications des conventions de compte.

4-29 Le facteur temporel contenu à l'article 4(1) doit être distingué de celui applicable à la condition d'établissement conforme dans le contexte du rattachement subsidiaire de l'article 5(1). L'élément essentiel de cette règle est la présence d'une indication expresse et dépourvue d'ambiguïté dans une convention de compte écrite (concernant la conclusion par l'intermédiaire de cette convention « via un établissement particulier »), plutôt que l'existence d'un accord sur la loi applicable. En vertu de l'article 5(1), bien que la substance de la condition relative à l'existence d'un établissement conforme soit identique à celle de l'article 4(1), le moment pertinent relatif à l'accomplissement de cette condition en vertu de l'article 5(1) est identifié par le mot « alors » – qui vise le moment de la première conclusion de la convention de compte écrite (et non le moment de la conclusion d'un accord exprès sur la loi applicable).

Exemple 4-8

Un intermédiaire et son client concluent une convention de compte. La convention de compte prévoit expressément qu'elle est régie par la loi anglaise. Elle prévoit également expressément que la loi italienne régit toutes les questions de l'article 2(1). Au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, l'intermédiaire avait un établissement à Milan dans lequel il gérait les paiements et les opérations sur titres relatives aux titres, au sens de l'article 4(1)(a)(ii). Par la suite, le client constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités à celui-ci. Le bénéficiaire de la sûreté rend son droit opposable conformément à la loi italienne. Ultérieurement, l'intermédiaire déplace toutes ses fonctions relatives aux comptes de titres vers son établissement de Dublin. L'établissement de Milan ne remplit plus par la suite de fonctions relatives aux comptes de titres. Bien plus tard, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la sûreté a été rendue opposable. En vertu de l'article 4(1), la loi italienne régit toutes les questions de l'article 2(1), y compris celle de l'opposabilité. Il en est ainsi parce que la convention de compte a expressément indiqué la loi italienne comme régissant toutes les questions de l'article 2(1), et bien qu'au moment de la procédure, l'établissement de Milan ait perdu la qualité d'établissement conforme, il avait la qualité d'établissement conforme au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable. Le fait que le compte n'était pas tenu dans cet établissement est dépourvu de pertinence. Même si cela devait être possible, il n'est pas utile de déterminer si le compte de titres a été, à un moment quelconque, tenu par l'intermédiaire dans l'établissement de Milan ; cette information serait dépourvue de pertinence.

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

place of the maintenance of the account (i.e., Buenos Aires) is equally irrelevant.

Example 4-7

An intermediary with an office in London enters into an account agreement in London with a United Kingdom company which has its head office in London. The agreement provides that it was entered into through the London office of the intermediary, that the account is to be maintained in London and that notices and other documents are to be served on the company at the address of its head office. The agreement does not contain any choice of law provision. The account is later credited with various securities acquired on the company's behalf, the issuers being incorporated in France, Germany and Italy. Subsequently the company pledges the French securities to a French bank under a pledge agreement concluded in Paris. A question arises whether the pledge was perfected. Although the circumstances might be sufficient to support a finding of an implied agreement by the intermediary and the United Kingdom company that the account agreement is to be governed by English law, Article 4(1) does not apply, there being no express agreement on the governing law, so that the question will be determined by the law applicable under Article 5(1), which in this example leads to the same result.

2. *The time factor*

4-27 The time when the condition in the second sentence of Article 4(1) has to be satisfied in order for there to be an office which is a Qualifying Office is the time when the express agreement on governing law is made. If at that time there is no office that is a Qualifying Office, the agreement on governing law is ineffective under Article 4(1) even if subsequently an office becomes a Qualifying Office. Conversely, if there is an office that is a Qualifying Office when the agreement on governing law is made the fact that it ceases to be subsequently or even is closed down does not affect the effectiveness of the governing law choice under Article 4(1). However, the Qualifying Office test must be reapplied whenever the account agreement is amended either by changing the governing law or by otherwise modifying the agreement and singling out and expressly reconfirming the preexisting governing law provision. A new application of the Qualifying Office test may lead to its being satisfied when previously it was not; it may on the other hand result in the Qualifying Office test ceasing to be satisfied because now the chosen law is that of a State where the intermediary does not have a Qualifying Office. In either case the effects of the modification operate only from the time it is made. There is no automatic re-application of (or retesting under) Article 4 each time an account agreement is amended (*e.g.*, a change in the schedule of fees); reapplication occurs only when the account agreement is amended either by changing the governing law or by otherwise modifying the agreement and singling out and expressly reconfirming the pre-existing governing law provision. See also the commentary on Article 7.

4-28 In virtually all cases, the agreement on governing law will be part of the account agreement *ab initio*, so the agreement on governing law will be made simultaneously with and be part of the account agreement. It is, though, possible that the parties might have entered into an account agreement without having included a governing law clause and, upon subsequently wishing to repair that omission, the parties might agree later on a governing law, that choice thereby becoming part of the account agreement. Or, having initially agreed on a governing law clause designating X law, the parties might later amend that provision of their account agreement to designate Y law as the governing law. In these instances, the Qualifying Office test has to be applied again in the light of the amendment (now applied as of the time of the amendment) and if it is then satisfied the choice of law or a different law is effective. This rule should be kept in mind also when dealing under Article 7 with respect to the effect of certain amendments to account agreements.

4-29 The timing rule under Article 4(1) should be contrasted with the timing rule for the Qualifying Office condition in the context of the fall-back rule in Article 5(1). The key element of that rule is the presence of an express and unambiguous statement in a written account agreement (relating to the intermediary's entering into that agreement "through a particular office"), rather than the existence of an agreement on governing law. Therefore, under Article 5(1), although the substance of the condition with respect to the existence of a Qualifying Office is the same as in Article 4(1), the pertinent point in time with respect to the satisfaction of that condition under Article 5(1) is "then" – which refers to the time the written account agreement was first entered into (not to the time of the making of an express agreement on governing law).

Example 4-8

An intermediary and its customer enter into an account agreement. The account agreement expressly provides that it is governed by the laws of England. It also expressly provides that Italian law governs all the Article 2(1) issues. At the time the agreement on governing law was made, the intermediary had an office in Milan at which it administered payments and corporate actions relating to securities as described in Article 4(1)(a)(ii). Later, the customer grants a security interest in the securities account and all securities credited to the account. The secured party perfects its interest in accordance with Italian law. Still later, the intermediary moves all of its functions relating to securities accounts to its office in Dublin. The Milan office thereafter performs no functions with respect to securities accounts. Much later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the security interest is perfected. Under Article 4(1), Italian law governs all the Article 2(1) issues, including the perfection issue. That is because the account agreement expressly specified Italian law to govern all the Article 2(1) issues, and, even though at the time of the proceeding the Milan office had ceased to be a Qualifying Office, it was a Qualifying Office at the time the agreement on governing law was made. The fact that the account was not maintained in that office is irrelevant. Even if it were possible, it is not necessary to determine whether the securities account was at any time maintained by the intermediary at the Milan office; that fact would be irrelevant.

3. *« Etablissement »*

4-30 Ce terme est défini dans l'article 1(1)(j) (voir les para. 1-22 et s.).

4. *L'activité conforme*

4-31 En vertu de l'article 4(1)(a), l'établissement doit être un établissement qui :

(i) effectue ou assure le suivi des inscriptions en comptes de titres ;

(ii) gère les paiements ou les opérations sur titres relatifs à des titres détenus auprès de l'intermédiaire ; ou

(iii) exerce autrement à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de comptes de titres.

4-32 Le dernier de ces trois chefs d'activité n'est pas satisfait si l'activité réelle d'un établissement consiste uniquement en l'une des activités énumérées à l'article 4(2) (voir le para. 4-40). L'article 4(2) comprend une liste d'activités dont *aucune,* à elle seule, ne suffit pour qu'un établissement soit considéré comme exerçant à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de comptes de titres au sens de l'article 4(1)(a)(iii). La liste comprend le fait d'être un lieu exerçant uniquement des fonctions de représentation ou administratives, et dépourvu du pouvoir de conclure une quelconque convention de compte, à moins que les fonctions ne portent sur l'ouverture ou la tenue de comptes de titres. La liste comprend également le fait d'être *uniquement* le lieu où la technologie (c'est-à-dire les ordinateurs) assurant le traitement informatique ou comptable est située ; le lieu de situation d'un centre d'appel ; le lieu d'organisation du courrier relatif à des comptes de titres ; ou le lieu de conservation de dossiers ou d'archives. Aucune des activités énumérées n'est disqualifiante. La liste sert uniquement à indiquer un minimum – *l'une* d'entre elles *seule* ne ferait pas de l'établissement un établissement exerçant une activité de tenue de comptes de titres au sens de l'article 4(1)(a)(iii). Il est clair que l'article 4(2) ne s'applique pas à l'égard des articles 4(1)(a)(i) ou (ii), dont l'observation confère aux parties la certitude d'avoir accompli la condition d'établissement conforme.

4-33 Lorsque les articles 4(1)(a)(i) ou (ii) ne s'appliquent pas, l'établissement ne constituera pas un établissement conforme en vertu de l'article 4(1)(a)(iii) *du seul fait* de l'exercice *d'une* des activités énumérées dans l'article 4(2). En tout état de cause, il pourra remplir la condition d'établissement conforme s'il relève de l'article 4(1)(b) en qualité d'établissement identifié par un numéro de compte, code bancaire ou autre moyen d'identification spécifique comme tenant des comptes de titres dans l'Etat dont la loi est choisie.

B. *Détail des dispositions*

1. *Article 4(1)(a)*

4-34 Afin de constituer un établissement conforme au sens de l'article 4(1)(a), un établissement n'a besoin de remplir que l'une des trois fonctions indiquées. En outre, cet établissement n'est tenu de participer qu'à *un quelconque* aspect de la fonction particulière. L'article 4(1) a été rédigé pour tenir compte du fait que dans le marché actuel, divers aspects des différentes fonctions mentionnées pourront être dispersés entre plusieurs établissements, ou donnés en sous-traitance à des tiers situés dans des lieux différents (voir les para. 4-24 et s.). Il n'est pas nécessaire que ces autres établissements ou tiers soient situés dans l'Etat désigné.

4-35 La première des trois fonctions visées par l'alinéa (i) de l'article 4(1)(a) est la réalisation ou le suivi des inscriptions en comptes de titres.

4-36 La deuxième fonction visée est l'administration des paiements ou opérations sur titres relatifs à des titres détenus auprès de l'intermédiaire. L'expression « opérations sur titres » vise à décrire divers actes de l'émetteur pour lesquels l'intermédiaire intervient pour le compte du titulaire de compte, tels que les paiements de dividendes en numéraire et autres distributions en espèces, les émissions assorties de droits préférentiels de souscriptions, les attributions d'actions gratuites, la restructuration du capital, la transmission de procuration et la réalisation d'autres fonctions relatives à l'exercice de droits de vote, le réinvestissement de dividendes, les mutations de titres et autres semblables.

4-37 La troisième fonction visée, qui n'est pertinente que si aucune des deux premières fonctions n'est exercée, est une catégorie résiduelle : « exerce autrement à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de comptes de titres ». Des exemples non limitatifs de cette catégorie résiduelle comprennent la conclusion de conventions de compte relatives à des comptes devant être tenus ailleurs ; la fourniture de services d'information et d'exécution portant sur ces comptes ; et la réception d'instructions pour les acquisitions et transferts de titres devant être crédités sur ces comptes ou en être débités. L'article 4(1)(a)(iii) est délibérément large et destiné à maintenir la liste ouverte afin d'admettre de nouveaux indices de l'activité de tenue de comptes de titres.

2. *Article 4(1)(b)*

4-38 L'article 4(1)(b) prévoit une méthode alternative d'accomplissement de la condition d'établissement conforme. Sans aucune recherche sur les fonctions que l'intermédiaire pertinent réalise via cet établissement (ou un autre), un établissement constitue un établissement conforme s'il est identifié – par un quelconque moyen d'identification spécifique (y compris un numéro de compte ou code bancaire) – comme tenant des comptes de titres dans l'Etat convenu. Ni un numéro de compte ni un code bancaire ne constitue un moyen d'identification nécessaire, ni même privilégié. Un quelconque moyen spécifique d'identification de l'établissement suffit. La Convention ne restreint pas les façons d'établir un moyen d'identification et ne limite pas au seul intermédiaire pertinent la possibilité d'établir ce moyen. Par exemple, une agence de réglementation pourra fixer un tel mode d'identification. Et à l'instar de la méthode alternative portant sur les fonctions exercées, cette possibilité n'a trait en aucune manière au compte de titres en question ou aux titres particuliers.

3. *Article 4(2)*

4-39 L'article 4(2) énumère trois catégories d'activités d'un établissement dont aucune ne suffit, à elle seule, à en faire un établissement conforme au sens de l'article 4(1)(a)(iii). La première d'entre elles, la technologie soutenant les opérations de tenue de registres, a déjà été mentionnée. La deuxième est la localisation ou l'exploitation dans l'établissement d'un centre d'appel pour les communications avec les titulaires de comptes. La troisième est la fonction de l'établissement comme lieu où le courrier relatif aux comptes de titres est organisé, ou comme lieu où sont situés les dossiers ou archives. En outre, un établissement n'est pas un établissement conforme lorsqu'il exerce uniquement des fonctions de représentation ou d'administration, sans rapport avec l'ouverture ou la tenue de comptes de titres et n'a aucun pouvoir de conclure une

3. *"Office"*

4-30 This is defined in Article 1(1)(j) (see paras. 1-22 *et seq.*).

4. *The qualifying activity*

4-31 Under Article 4(1)(a) the office must be one which:

(i) effects or monitors entries to securities accounts;

(ii) administers payments or corporate actions relating to securities held with the intermediary; or

(iii) is otherwise engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts.

4-32 The last of these three heads of activity is not satisfied if the actual activity of an office consists merely of one of the activities listed in Article 4(2) (see paras. 4-40). Article 4(2) sets forth a list of activities *none* of which, *standing alone*, is sufficient for an office to constitute being engaged in the business or regular activity of maintaining securities accounts within the meaning of Article 4(1)(a)(iii). The list includes being a place that is engaged solely in representational functions or administrative functions and lacks authority to make any binding decision to enter into any account agreement, unless the functions relate to the opening or maintenance of securities accounts. The list also includes *merely* being the place where the technology (*e.g.*, computers) supporting the bookkeeping or data processing is located; where a call centre is located; where mailing relating to securities accounts is organised; or where files or archives are located. None of the listed activities is a disqualification; the list serves only to set a bottom line – *any* of them *alone* would not constitute the office as being engaged in maintaining securities accounts within the meaning of Article 4(1)(a)(iii). It is clear that Article 4(2) does not apply in relation to Article 4(1)(a)(i) or (ii), compliance with which provides the parties with a safe harbour in satisfying the Qualifying Office test.

4-33 Where Article 4(1)(a)(i) or (ii) do not apply, the office will not constitute a Qualifying Office under Article 4(1)(a)(iii) *merely* by carrying on *any one* of the activities listed in Article 4(2). In any event, it may satisfy the Qualifying Office requirement if it falls under Article 4(1)(b) as an office identified by an account number, bank code, or other specific means of identification as maintaining securities accounts in the State whose law is chosen.

B. *Detail of the provisions*

1. *Article 4(1)(a)*

4-34 To be a Qualifying Office within Article 4(1)(a), an office needs to serve only *one* of the three functions listed. Moreover, that office is only required to be involved in *some* aspect of the particular function. Article 4(1) was drafted to take into account the fact that in today's market environment, different aspects of the various listed functions may be dispersed over several offices, or outsourced to third parties, in different locations (see paras. 4-24 *et seq.*). It is not necessary for these other offices or third parties to be located within the designated State.

4-35 The first of the three functions designated in subparagraph (i) of Article 4(1)(a) is the effecting or monitoring of entries to securities accounts.

4-36 The second listed function is the administration of payments or corporate actions relating to securities held with the intermediary. "Corporate actions" is a term used to describe various acts of the issuer in which the intermediary is involved on behalf of the account holder, such as the payment of cash dividends and other cash distributions, rights issues, bonus issues, reorganisation of share capital, forwarding proxies and performing other functions relating to the exercise of voting rights, reinvestment of dividends, transfers of securities, and the like.

4-37 The third listed function, which is relevant only if neither of the first two functions is exercised, is the residual category, "otherwise engaged in a business or regular activity of maintaining accounts." Nonexclusive examples of this residual category are the conclusion of account agreements relating to accounts which are to be held elsewhere; the provision of advisory and execution services relating to such accounts; and the receipt of instructions for acquisitions and dispositions of securities to be credited or debited to such accounts. Article 4(1)(a)(iii) is intentionally broad and designed to keep the list open to allow for new indicia of the activity of maintaining securities accounts.

2. *Article 4(1)(b)*

4-38 Article 4(1)(b) provides an alternative method of satisfying the Qualifying Office test. Without any inquiry into the functions that the relevant intermediary serves through that office (or any other), an office is a Qualifying Office if it is identified – by any specific means of identification (including an account number or a bank code) – as maintaining securities accounts in the agreed State. Neither an account number nor a bank code is a required, or even preferred, means of identification. Any specific means of identifying the office is sufficient. The Convention does not limit the mode of establishing a means of identification, nor does it limit the establishment of the means to the relevant intermediary; for example, a regulatory agency might establish such a means of identification. And, like the alternative method relating to functions served, this alternative does not relate in any way to the specific securities account or the specific securities.

3. *Article 4(2)*

4-39 Article 4(2) lists three classes of activity of an office none of which by itself is sufficient to constitute it a Qualifying Office under Article 4(1)(a)(iii). The first of these, technology supporting the record-keeping, has already been mentioned. The second is location or operation in the office of a call centre for communication with account holders. The third is the function of the office as a place where the mailing relating to securities accounts is organised or files or archives are located. In addition, an office is not a Qualifying Office where it is engaged in purely representative or administrative functions, unrelated to the opening or maintenance of securities accounts and has no

convention de compte. Un bureau de représentation est un établissement d'une société ou autre personne morale étrangère destiné à promouvoir la société ou personne morale, comme par exemple par la commercialisation et la fourniture de renseignements, mais n'ayant pas d'existence juridique autonome, ni (par opposition à une succursale) de pouvoir de conclure des contrats par lui-même ou de souscrire des engagements obligatoires pour la conclusion de tels contrats. Un bureau de représentation n'est pas en tant que tel un établissement conforme ; ce n'est pas non plus le cas d'un bureau remplissant des fonctions purement administratives sans rapport avec l'ouverture ou la tenue de comptes de titres, telles que par exemple la gestion de personnel.

4-10 Si l'exercice de l'une ou de la totalité de ces activités ne fait pas *à lui seul* d'un établissement un établissement conforme, aucune ne le disqualifie et chacune peut constituer un élément qui, ajouté à d'autres facteurs, suffit à faire de l'établissement un établissement conforme lorsque cette qualité pourrait par ailleurs être douteuse.

IV. Article 4(3)

4-41 L'article 4(3) a pour effet que la définition de « l'intermédiaire pertinent » s'applique non seulement à la tenue du compte et aux transferts de titres à des tiers, mais également à un transfert par le titulaire de compte en faveur de l'intermédiaire lui-même, et il en est ainsi que l'intermédiaire tienne ou non dans ses propres comptes un compte de titres dont il est le titulaire de compte. L'article 4(3) a pour objet d'une part, de préciser que bien que l'intermédiaire en faveur duquel un transfert est réalisé effectue en substance un transfert à lui-même, c'est son client qui est le titulaire de compte pertinent, et d'autre part, d'imposer que dans la mesure où le transfert correspond à des inscriptions dans les registres du propre intermédiaire de l'intermédiaire, il ne doit pas être tenu compte de celles-ci pour déterminer qui est l'intermédiaire pertinent et quel est le compte pertinent. Prenons la situation où l'intermédiaire ne tient pas de compte pour lui-même dans ses propres livres, mais tient des comptes distincts pour ses propres titres et pour les titres de ses clients dans les livres de son propre intermédiaire (au niveau supérieur) (une exigence légale dans certains systèmes juridiques afin de protéger le titulaire de compte) et se fait accorder une garantie par l'un de ses titulaires de comptes en opérant un transfert de son compte collectif auprès de l'intermédiaire au niveau supérieur vers son propre compte (privé). En ce cas, bien que tous les crédits soient effectués dans les livres de l'intermédiaire au niveau supérieur, c'est l'intermédiaire au niveau inférieur qui est l'intermédiaire pertinent aux fins de la Convention. La convention de compte entre lui-même et le titulaire de compte qui lui a octroyé une garantie est la convention de compte pertinente ; et le compte de titres aux fins des deuxième et troisième rattachements subsidiaires de l'article 5 est le compte tenu par l'intermédiaire de niveau inférieur tel qu'il existait immédiatement avant le nantissement ou le transfert de propriété. Cela est logique parce que c'est le droit du titulaire de compte auprès de son propre intermédiaire (au niveau inférieur), et non le compte tenu dans les livres de l'intermédiaire au niveau supérieur, qui est nanti ou transféré. En l'absence de l'article 4(3), le fait que le transfert a été enregistré dans un compte tenu par l'intermédiaire au niveau supérieur aurait pu mener à la conclusion que c'était lui l'intermédiaire pertinent, et le compte qu'il tenait, le compte pertinent.

Exemple 4-9

Un investisseur fait créditer des titres à un compte de titres tenu pour lui par une Banque britannique dans les bureaux de Londres de celle-ci. La convention de compte prévoit expressément qu'elle est régie par la loi anglaise et ne prévoit pas expressément qu'une autre loi régit toutes les questions de l'article 2(1). La Banque britannique détient des positions correspondantes portant sur les titres dans un compte collectif auprès d'un Dépositaire français, établi à Paris, en vertu d'une convention de compte expressément régie par la loi française. L'investisseur transfère ses titres en faveur de la Banque britannique pour garantir un emprunt en compte sur marge. Aucune inscription comptable n'est faite dans les livres du Dépositaire français. Par la suite, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si le transfert a été rendu opposable. En vertu de l'article 4(3)(a), aux fins de l'application de l'article 4(1), la Banque britannique est l'intermédiaire pertinent et la convention de compte pertinente est la convention de compte entre l'investisseur et la Banque britannique. Le fait que celle-ci détenait une position correspondante auprès du Dépositaire français est dépourvu de pertinence. En conséquence, en vertu de l'article 4(1), la loi anglaise régit toutes les questions de l'article 2(1), y compris celle de l'opposabilité.

Exemple 4-10

Les faits sont les mêmes que dans l'exemple précédent, sauf que la Banque britannique ne tient pas de compte propre pour enregistrer les transferts en sa faveur par ses propres titulaires de comptes. Au lieu de cela, elle effectue l'opération en transférant les titres de son compte client collectif auprès du Dépositaire français vers son propre compte auprès du Dépositaire français. Par la suite, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question soumise au tribunal est celle de savoir si le transfert par le titulaire de compte en faveur de son propre intermédiaire a été rendu opposable. En dépit du fait que le transfert de propriété ne figure que dans les comptes tenus par le Dépositaire français pour le compte de la Banque britannique, c'est cette dernière qui est l'intermédiaire pertinent, l'investisseur qui est le titulaire de compte pertinent et son compte auprès de la Banque britannique qui est le compte pertinent. En conséquence, comme dans l'exemple 4-9, les conditions d'opposabilité sont régies par la loi anglaise.

Exemple 4-11

L'investisseur A fait créditer des titres à un compte de titres tenu pour lui par l'intermédiaire I. L'investisseur A transfère les titres à l'intermédiaire I en garantie d'avances reçues. Le transfert est initialement enregistré uniquement dans les propres livres de l'intermédiaire I mais est ensuite traduit par un transfert du compte client collectif de l'intermédiaire I auprès de son propre intermédiaire vers son compte privé auprès de cet intermédiaire. Ce transfert ultérieur ne fait pas perdre à l'intermédiaire I la qualité d'intermédiaire pertinent ou à la convention de compte entre l'investisseur A et l'intermédiaire I celle de convention de compte pertinente.

4-42 L'expression « immédiatement avant le transfert » est destinée à assurer que le compte de titres auquel il est fait référence pour l'application du rattachement subsidiaire prévu à l'article 5(2) ou (3) est le compte auquel les titres ont été crédités immédiatement avant le transfert plutôt que le compte auquel ils furent crédités en raison du transfert.

authority to make any binding decision to enter into an account agreement. A representative office is an office of a foreign corporation or other legal entity which is designed to promote the corporation or entity, as by marketing and the provision of information, but has neither an independent legal existence nor (in contrast to a branch) any power to conclude agreements itself or make binding decisions to enter into such agreements. A representative office is not as such a Qualifying Office; nor is an office which performs purely administrative functions unrelated to the opening or maintenance of securities accounts, for example, personnel management.

4-40 While the pursuit of any or all of these activities does not *by itself* make an office a Qualifying Office, none is a disqualification and each may be an element which, when added to other factors, suffices to constitute the office a Qualifying Office when otherwise its status as such might be doubtful.

IV. Article 4(3)

4-41 The effect of Article 4(3) is that the definition of "relevant intermediary" applies not only to the holding of the account and to dispositions of securities to third parties but also to a disposition by an account holder to the intermediary itself, and this is so whether or not the intermediary maintains a securities account on its own records for which it is the account holder. The purpose of Article 4(3) is to make it clear, first, that although the intermediary in whose favour a transfer is made is in effect making a disposition to itself it is its customer who is the relevant account holder, and, secondly, to require that insofar as the transfer is matched by entries in the records of the intermediary's own intermediary, these are to be ignored in determining who is the relevant intermediary and what is the relevant account. Take the case where the intermediary does not hold an account for itself in its own books but maintains separate accounts for its own securities and for customers' securities in the books of its own (higher-tier) intermediary (a requirement in some legal systems in order to protect the account holder) and takes security from one of its account holders by effecting a transfer from its omnibus account with the higher-tier intermediary to its proprietary (or house) account. Then although all the credits are made through the accounts of the higher-tier intermediary it is the lower-tier intermediary that is the relevant intermediary for the purposes of the Convention; the account agreement between itself and the account holder from whom it has taken security is the relevant account agreement; and the securities account for the purposes of the second and third fall-back rules in Article 5 is the account maintained by the lower-tier intermediary as it stood immediately before the pledge or title transfer. This is logical because what is being pledged or transferred is the account holder's entitlement with its own (lower-tier) intermediary, not the account held in the books of the higher-tier intermediary. But for Article 4(3) the fact that the disposition was recorded in an account maintained by the upper-tier intermediary might have led to the conclusion that this was the relevant intermediary and the account it maintained was the relevant account.

Example 4-9

An investor has securities credited to a securities account maintained for it by British Bank at its offices in London. The account agreement expressly provides that it is governed by the laws of England and does not expressly provide that a different law governs all the Article 2(1) issues. British Bank holds corresponding positions in the securities in an omnibus account with French Depository, based in Paris, under an account agreement expressed to be governed by French law. Investor transfers its securities to British Bank to secure a margin loan. No accounting entries are made in the records of French Depository. Later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the transfer was perfected. Under Article 4(3)(a), for purposes of applying Article 4(1) British Bank is the relevant intermediary and the relevant account agreement is the agreement between Investor and British Bank. The fact that the latter held a position with French Depository is irrelevant. Accordingly under Article 4(1) English law governs all the issues specified in Article 2(1), including the perfection issue.

Example 4-10

The facts are as in the preceding illustration except that British Bank does not maintain an "own funds" account to record dispositions in its favour by its own account holders. Instead, it effects the transaction by procuring the transfer of the securities from its omnibus customer account with French Depository to its proprietary account with French Depository. Later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue before the court is whether the disposition by the account holder in favour of its own intermediary was perfected. Despite the fact that the title transfer is reflected only in the accounts maintained by French Depository on behalf of British Bank, it is the latter who is the relevant intermediary, Investor who is the relevant account holder and its account with British Bank the relevant account. Accordingly, as in Example 4-9, the perfection requirement is governed by English law.

Example 4-11

Investor A has securities credited to a securities account maintained for it by Intermediary I. Investor A transfers the securities to Intermediary I as security for advances. The transfer is initially recorded solely in Intermediary I's own books but is later reflected in a transfer from Intermediary I's omnibus client account with its own intermediary to its proprietary account with that intermediary. This later transfer does not result in Intermediary I ceasing to be the relevant intermediary or the account agreement between Investor A and Intermediary I ceasing to be the relevant account agreement.

4-42 The phrase "immediately before the disposition" is to ensure that the securities account referred to when applying the fall-back rule of Article 5(2) or (3) is the account to which the securities had been credited immediately before the disposition rather than the account to which they were credited by reason of the disposition.

V. Transferts par voie d'inscriptions sur plusieurs comptes de titres, y compris à travers une chaîne d'intermédiaires

4-43 Les articles 4 et 5 s'appliquent indépendamment à chaque compte de titres (en d'autres termes, à chaque relation entre un titulaire de compte et son intermédiaire pertinent). Ce principe est clairement exprimé par les termes sans équivoques des articles 2, 4 et 5 et par les définitions des termes « titres détenus auprès d'un intermédiaire » et « intermédiaire pertinent » (voir le commentaire de l'art. 1(1)(g) dans les para. 1-17 et 1-18). Il est renforcé par l'article 6(d) qui dispose que pour déterminer la loi applicable en vertu de la Convention, il ne peut être tenu compte du lieu d'un quelconque autre intermédiaire que l'intermédiaire pertinent. Ainsi, lorsqu'une chaîne d'intermédiaires se trouve entre un titulaire de compte et l'émetteur, il n'existe aucune loi unique qui régirait toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard de tous les comptes de titres tenus par les intermédiaires se tenant entre le titulaire de compte et l'émetteur. De même, lorsqu'il y a un transfert de titres par voie d'inscriptions sur plusieurs comptes de titres, y compris un transfert réalisé via une chaîne d'intermédiaires, l'application indépendante des articles 4 et 5 à chaque compte de titres peut avoir, et souvent aura, comme conséquence qu'une loi différente régira les questions de l'article 2(1) à l'égard de chaque compte. La Convention rejette le concept de « Super-PRIMA » qui consisterait à appliquer la même loi à l'égard de chaque compte de titres avec chaque intermédiaire se tenant entre un titulaire de compte et l'émetteur ou à l'égard de chaque compte de titres impliqué dans un transfert de titres réalisé par inscriptions le long d'une chaîne d'intermédiaires. En outre, même dans la situation simple où les titres sont transférés par voie d'inscriptions, d'un compte de titres vers un autre compte tenu par le même intermédiaire, il est possible (bien que cela se produise rarement en pratique) que les conventions de compte respectives soient régies par des lois différentes et donc qu'une loi régisse les questions de l'article 2(1) à l'égard du premier compte et qu'une autre régisse les questions de l'article 2(1) à l'égard du second compte.

4-44 Les exemples ci-dessous illustrent certaines des situations dans lesquelles l'application indépendante de la Convention à l'égard de chaque compte de titres peut conduire à l'application de lois différentes aux droits respectifs de personnes différentes. Nous supposons que la condition d'établissement conforme est remplie à l'égard de chaque convention de compte. Les exemples sont examinés et commentés aux paragraphes 4-45 et s.

Exemple 4-12

A transfère des titres à B, qui les cède immédiatement à C mais ne paie pas A. Les transferts sont réalisés au moyen d'une série de débits et de crédits sur des comptes de titres tenus par une chaîne d'intermédiaires entre A et B et une autre chaîne entre B et C, y compris un débit d'un compte de titres tenu pour A par son intermédiaire et un crédit à un compte de titres tenu pour C par son intermédiaire (Y). La convention de compte de A est expressément régie par la loi de la Ruritanie, la convention de compte de C est expressément régie par la loi d'Utopie, et la convention de compte de Y avec son intermédiaire est régie par la loi de la Sylvanie. Aucune des conventions de compte ne prévoit une loi différente pour régir toutes les questions de l'article 2(1). Supposons qu'en vertu de la loi de la Convention déterminée par l'article 4(1) à l'égard du compte de C (loi d'Utopie), C obtienne les titres crédités sur son compte libres de toute revendication de tiers (y compris de A), alors que selon la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de A (loi de la Ruritanie), le débit au compte de A est sujet à contre-passation en raison de la défaillance de B qui n'a pas payé le prix des titres.

Exemple 4-13

Les faits sont les mêmes que dans l'exemple 4-12, sauf qu'en vertu de la loi de la Convention déterminée selon l'article 4(1) à l'égard du compte de C (loi d'Utopie), C n'acquiert aucun droit portant sur les titres plus étendu que les droits dont Y (ou A, B ou tout intermédiaire autre que Y dans la chaîne entre A et C) disposait pour les transmettre en vertu de la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de Y (ou de cette autre personne) (dans le cas de Y, loi de la Sylvanie).

Exemple 4-14

Les faits sont les mêmes que dans l'exemple 4-12, sauf que bien que les titres aient été crédités sur le compte de Y, Y ne les a pas crédités sur le compte de C.

Exemple 4-15

A opère un double transfert irrégulier en nantissant tout d'abord en faveur de B tous les titres crédités sur le compte de titres de A – par une méthode qui ne donne pas à B le contrôle exclusif du compte de titres de A – puis en transférant par la suite ces mêmes titres à C. Le transfert est réalisé au moyen d'une série de débits et de crédits sur des comptes de titres tenus par une chaîne d'intermédiaires entre A et C, y compris un débit à un compte de titres tenu pour A par son intermédiaire (X) et un crédit à un compte de titres tenu pour C par son intermédiaire (Y). La convention de compte de A est expressément régie par la loi de la Ruritanie, la convention de compte de C est expressément régie par la loi d'Utopie, et la convention de compte de Y avec son intermédiaire est expressément régie par la loi de la Sylvanie. Aucune des conventions de compte n'indique une loi différente pour régir toutes les questions de l'article 2(1). Supposons qu'en vertu de la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de C (loi d'Utopie), C obtienne ses droits libres de tout droit de B, alors que selon la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de A (loi de la Ruritanie), le débit au compte de A est sujet à contre-passation en raison du droit de B ou le transfert de A à C ne donne à C qu'un droit assujetti aux droits de B.

Exemple 4-16

Les faits sont les mêmes que dans l'exemple 4-15, sauf que selon la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de C (loi d'Utopie), C n'obtient aucun droit portant sur les titres plus étendu que les droits que Y (ou A ou tout intermédiaire autre que Y dans la chaîne entre A et C) pouvait transférer en vertu de la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de Y (ou du compte de cette autre personne) (dans le cas de Y, loi de la Sylvanie).

Exemple 4-17

Les faits sont les mêmes que dans l'exemple 4-15, sauf que bien que les titres aient été crédités au compte de Y, Y ne les a pas crédités sur le compte de C.

Exemple 4-18

A détient un droit sur 100 actions Z Corp. créditées à un compte de titres tenu pour A par son intermédiaire (X). X, en l'absence de toute instruction émanant de A pour agir

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

V. Dispositions by transfer from one securities account to another, including through a chain of intermediaries

4-43 Articles 4 and 5 apply independently with respect to each securities account (in other words, to each relationship between an account holder and its relevant intermediary). This principle is clear from the plain language of Articles 2, 4 and 5 and the definitions of the terms "securities held with an intermediary" and "relevant intermediary" (see commentary to Art. 1(1)(g) in paras. 1-17 and 1-18). It is further reinforced by Article 6(d), which provides that in determining the applicable law under the Convention, no account shall be taken of the place where any intermediary other than the relevant intermediary is located. Thus, when a chain of intermediaries stands between an account holder and the issuer, there is no single law that would govern all the Article 2(1) issues with respect to all securities accounts maintained by intermediaries standing between the account holder and the issuer. Similarly, where there is a disposition of securities by transfer from one securities account to another, including a disposition made through a chain of intermediaries, the independent application of Articles 4 and 5 with respect to each securities account may and often will result in a different law governing the Article 2(1) issues with respect to each account. The Convention rejects the idea of a "Super-PRIMA" which would apply the same law with respect to every securities account with each intermediary standing between an account holder and the issuer or with respect to every securities account involved in a disposition of securities made by transfer through a chain of intermediaries. Moreover, even in the simple case where there is a disposition of securities by transfer from one securities account to another maintained by the same intermediary, it is possible (though it rarely happens in practice) for the respective account agreements to be governed by different laws and therefore to result in one law governing the Article 2(1) issues with respect to the first account and another law governing the Article 2(1) issues with respect to the second account.

4-44 The examples set forth below illustrate some of the situations in which the independent application of the Convention with respect to each securities account can result in different laws governing the respective rights of different sets of people. It is assumed that the Qualifying Office test is satisfied in relation to each account agreement. The examples are examined and commented in paragraphs 4-45 *et seq.*

Example 4-12

A makes a disposition of securities to B, who immediately transfers them to C but fails to pay A. The dispositions are effected by a series of debits and credits to securities accounts maintained by a chain of intermediaries between A and B and another chain between B and C, including a debit to a securities account maintained for A by its intermediary and a credit to a securities account maintained for C by its intermediary (Y). A's account agreement is expressly governed by Ruritanian law, C's account agreement is expressly governed by Utopian law and Y's account agreement with its intermediary is governed by Sylvanian law. None of the account agreements specifies a different law to govern all the Article 2(1) issues. Suppose that under the Convention law determined by Article 4(1) with respect to C's account (Utopian law), C takes the securities credited to C's account free of all (incl. A's) adverse claims whereas under the Convention law determined with respect to A's account (Ruritanian law) the debit to A's account is subject to reversal because B failed to pay for the securities.

Example 4-13

The facts are as in Example 4-12, except that under the Convention law determined by Article 4(1) with respect to C's account (Utopian law), C does not acquire any rights in the securities greater than the rights that Y (or A, B or any intermediary other than Y in the chain between A and C) had to convey under the Convention law determined with respect to Y's (or such other person's) account (in the case of Y, Sylvanian law).

Example 4-14

The facts are as in Example 4-12, except that although the securities were credited to Y's account, Y did not credit them to C's account.

Example 4-15

A makes an improper double disposition by first pledging to B all the securities credited to A's securities account – using a method that does not give B exclusive control over A's securities account – and by later transferring the same securities to C. The transfer is effected by a series of debits and credits to securities accounts maintained by a chain of intermediaries between A and C, including a debit to a securities account maintained for A by its intermediary (X) and a credit to a securities account maintained for C by its intermediary (Y). A's account agreement is expressly governed by Ruritanian law, C's account agreement is expressly governed by Utopian law and Y's account agreement with its intermediary is expressly governed by Sylvanian law. None of the account agreements specifies a different law to govern all the Article 2(1) issues. Suppose that under the Convention law determined with respect to C's account (Utopian law), C takes free of B's interest, whereas under the Convention law determined with respect to A's account (Ruritanian law) the debit to A's account is subject to reversal because of B's interest or the transfer from A to C resulted in C's taking subject to B's interest.

Example 4-16

The facts are as in Example 4-15, except that under the Convention law determined with respect to C's account (Utopian law), C does not acquire any rights in the securities greater than the rights that Y (or A or any intermediary other than Y in the chain between A and C) had to convey under the Convention law determined with respect to Y's (or such other person's) account (in the case of Y, Sylvanian law).

Example 4-17

The facts are as in Example 4-15, except that although the securities were credited to Y's account, Y did not credit them to C's account.

Example 4-18

A holds an interest in 100 Z Corp shares credited to a securities account maintained for A by its intermediary (X). X, without instructions from A to do so, fraudulently

ainsi, débite frauduleusement 100 actions Z Corp. du compte de A et les utilise pour compléter un transfert de 200 actions Z Corp. en faveur de B. Ce dernier les reçoit de bonne foi sans avoir connaissance de la conduite frauduleuse de X. Le transfert est exécuté par une série de débits et crédits à des comptes de titres détenus par une chaîne d'intermédiaires entre A et B, y compris un débit frauduleux de 100 actions Z Corp. du compte de A et un crédit de 200 actions Z Corp. à un compte de titres tenu pour B par son intermédiaire (Y). La convention de compte de A est expressément régie par la loi de la Ruritanie et la convention de compte de B est expressément régie par la loi d'Utopie. Aucune de ces conventions de compte ne désigne une loi différente pour régir toutes les questions de l'article 2(1). Supposons qu'en vertu de la loi de la Convention déterminée par l'article 4(1) à l'égard du compte de B (loi d'Utopie), B reçoive l'ensemble des 200 actions Z Corp. libres de toute revendication de tiers (y compris de A), alors qu'en vertu de la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de A (loi de la Ruritanie) le débit du compte de A est sujet à contre-passation en raison de la fraude de X.

4-45 Chacun de ces exemples soulève des questions quant à la loi qui régit les droits respectifs de différentes personnes. Ce sont des questions pour lesquelles il a été jugé inutile d'imposer une règle particulière dans la Convention, parce que la bonne application de la règle générale entraîne la solution appropriée, c'est-à-dire que l'application autonome de la Convention à l'égard de chaque compte de titres signifie que les droits d'une personne résultant d'un crédit de titres à un compte de titres particulier seront régis par la loi de la Convention déterminée à l'égard de ce compte. La règle générale s'applique, que les droits du titulaire de compte soient réalisables à l'encontre de son intermédiaire ou directement à l'encontre de l'émetteur (voir en outre les observations au para. 4-50). La réponse à la question de l'exemple 4-12 – à savoir si C obtient des droits libres de toute revendication de tiers, une fois les titres crédités sur le compte de C – est donc apportée par la loi de la Convention déterminée à l'égard de ce compte, à savoir la loi d'Utopie. Parce que la loi de la Ruritanie, en qualité de loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de A, considère que le débit de titres à ce compte est sujet à contre-passation, A pourra, selon la loi de la Ruritanie, continuer de disposer de droits à l'encontre de son intermédiaire. Les droits peuvent être réels, contractuels, mixtes ou d'une autre nature. Mais cet effet selon la loi de la Ruritanie n'affecte pas la question de savoir si C obtient les titres crédités sur son compte, libres de toute revendication de tiers (y compris de A). Cette question est régie exclusivement par la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de C. La teneur matérielle de cette loi (d'Utopie) pourra disposer que C obtient ses droits libres de toute revendication de tiers (comme dans l'exemple 4-12), ou que C n'obtient que les droits que Y (ou A, B ou tout intermédiaire autre que Y dans la chaîne entre A et C) pouvait transmettre selon la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de Y (ou de cette autre personne) (comme dans l'exemple 4-13). Mais dans l'un ou l'autre cas, cette question est régie exclusivement par la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de C, le compte sur lequel ces titres ont été crédités en faveur de C. Dans l'exemple 4-14, où les titres sont débités du compte de A et transmis via une série de débits et de crédits sur des comptes de titres tenus par une chaîne d'intermédiaires entre A et C, y compris un crédit sur le compte de Y, mais n'ont pas été crédités sur le compte de C, la question de savoir si C dispose de droits résultant du crédit de titres sur le compte de titres de Y est régie par la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de Y. Même si C ne devient pas propriétaire selon cette loi (la loi de la Sylvanie), cette loi pourrait cependant conférer à C le droit de contraindre Y à créditer les titres sur le compte de C selon les termes contractuels de sa convention de compte avec Y ou d'un dispositif réglementaire liant Y. C pourrait également trouver une source de droits distincte à l'encontre de Y dans la loi de la Convention à l'égard du compte de C (loi d'Utopie) c'est-à-dire que la loi d'Utopie peut conférer à C des droits que Y ait ou non crédité les titres au compte de C et / ou peut conférer à C le droit de contraindre Y à créditer les titres au compte de C selon les termes contractuels de sa convention de compte avec Y. De plus, C peut se voir conférer des droits en vertu d'une réglementation liant Y.

4-46 De même, la réponse aux questions dans les exemples 4-15 et 4-16 – à savoir si C obtient les titres sous réserve du droit de sûreté de B, si son droit prime le droit de sûreté de B, ou s'il obtient les titres libres de toute revendication de tiers – est apportée par la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de C (loi d'Utopie). Dans l'exemple 4-15, C obtient les droits libres de toute revendication de B. Bien que B puisse continuer de disposer de droits à l'encontre de l'intermédiaire de A et des biens de cet intermédiaire parce que la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de A (loi de la Ruritanie) considère que le débit de titres effectué au compte de A est sujet à contre-passation et considère la sûreté en faveur de B comme restant opérante, ceci n'affecte pas la question de savoir si les droits de C sont assujettis au droit de sûreté de B, priment le droit de sûreté de B, ou sont libres de toute revendication de tiers – cette question est régie exclusivement par la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de C (loi d'Utopie). Ainsi, il n'est pas possible d'avoir une situation dans laquelle les droits de C sur les titres crédités à son compte sont, selon la loi d'Utopie, libres de toute revendication de tiers, et en même temps exposés au risque que B ou toute autre personne fasse valoir avec succès un droit contre C selon la loi d'Utopie ou toute autre loi. La loi applicable pourra disposer que les droits de C sont libres de toute revendication de tiers (comme dans l'exemple 4-15), ou que C n'obtient que les droits qu'Y (ou A ou tout autre intermédiaire que Y dans la chaîne entre A et C) pouvait transmettre en vertu de la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de Y (ou de cette autre personne) (comme dans l'exemple 4-16). Mais dans l'un et l'autre cas, cette question est régie uniquement par la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de C, le compte sur lequel ces titres ont été crédités en faveur de C. Dans l'exemple 4-17, l'analyse est la même que celle faite dans le cadre de l'exemple 4-14 au paragraphe 4-45 ci-dessus.

4-47 De même, la réponse aux questions dans l'exemple 4-18 – à savoir si B obtient l'ensemble des 200 actions Z Corp. créditées à son compte, libres de toute revendication de tiers (y compris de A), une fois les actions Z Corp. créditées au compte de B – est apportée par la loi de la Convention déterminée à l'égard de ce compte, c'est-à-dire la loi d'Utopie. Parce que la loi de la Ruritanie, en sa qualité de loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de A, considère que le débit des 100 actions Z Corp. à ce compte est sujet à contre-passation, A peut, selon la loi de la Ruritanie, continuer à disposer de droits à l'encontre de X et ses biens, que ses droits soient de nature réelle, contractuelle, mixte ou autre. Mais ce traitement selon la loi de la Ruritanie n'affecte pas la question de savoir si B obtient 200 actions Z Corp. libres de toute revendication de tiers (y compris de A). Cette question est régie exclusivement par la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de B. Cela est vrai malgré le fait que selon la loi de la Ruritanie, l'action de X était frauduleuse. Bien que la situation où A a la faculté de découvrir l'existence de B et de formuler une revendication au motif que « ses » 100 actions se retrouvent dans le compte

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

debits 100 Z Corp shares to A's account and uses them to help make a disposition of 200 Z Corp shares to B, who takes in good faith without knowledge of X's fraudulent conduct. The disposition is effected by a series of debits and credits to securities accounts maintained by a chain of intermediaries between A and B, including the fraudulent debit of 100 Z Corp shares to A's account and a credit of 200 Z Corp shares to a securities account maintained for B by its intermediary (Y). A's account agreement is expressly governed by Ruritanian law and B's account agreement is expressly governed by Utopian law. Neither of the account agreements specifies a different law to govern all the Article 2(1) issues. Suppose that under the Convention law determined by Article 4(1) with respect to B's account (Utopian law), B takes all 200 Z Corp shares free of all (incl. A's) adverse claims, whereas under the Convention law determined with respect to A's account (Ruritanian law) the debit to A's account is subject to reversal because of X's fraud.

4-45 Each of these examples raises questions as to which law governs the respective rights of different sets of people. These are questions for which it was considered unnecessary to lay down a special Convention rule because the proper application of the general rule provides the correct solution, that is, the independent application of the Convention with respect to each securities account means that a person's rights resulting from a credit of securities to a particular securities account are governed by the Convention law determined with respect to that account. This general rule applies independently of whether the account holder's rights are enforceable against its intermediary or directly against the issuer (see further comments in para. 4-144). So the question in Example 4-12 – whether C takes free of all (incl. A's) adverse claims, once the securities were credited to C's account – is answered by the Convention law determined with respect to that account, namely Utopian law. Because Ruritanian law, as the Convention law determined with respect to A's account, treats the debit of securities to that account as subject to reversal, A may, under Ruritanian law, continue to have rights against its intermediary; these rights can be proprietary, contractual, mixed or other in character. But this effect under Ruritanian law does not affect whether C takes the securities credited to its account free of all (incl. A's) adverse claims; that issue is governed exclusively by the Convention law determined with respect to C's account. The substantive content of that (Utopian) law may provide that C takes free of all adverse claims (as in Example 4-12) or that C acquires only the rights that Y (or A, B or any intermediary other than Y in the chain between A and C) had to convey under the Convention law determined with respect to Y's (or such other person's) account (as in Example 4-13). But in both cases that issue is governed exclusively by the Convention law determined with respect to C's account, the account to which those securities were credited for C's benefit. In Example 4-14, where the securities were debited from A's account and transferred by a series of debits and credits to securities accounts maintained by a chain of intermediaries between A and C, including a credit to Y's account, but were not credited to C's account, the question whether C has any rights resulting from the credit of securities to Y's account is governed by the Convention law determined with respect to Y's account. Even if C did not become the owner under that law (Sylvanian law), however, that law might give C the right to compel Y to credit the securities to C's account based on the contractual terms of its account agreement with Y. Also, C might find an independent source of rights against Y under the Convention law with respect to C's account (Utopian law), that is, Utopian law might give C rights whether or not Y has actually credited the securities to C's account and/or might give C the right to compel Y to credit the securities to C's account based on the contractual terms of its account agreement with Y. In addition, C might be given rights under any other law binding on Y.

4-46 Similarly, the questions in Examples 4-15 and 4-16 – whether C takes the securities subject to B's security interest, acquires priority over B's security interest, or takes free of all adverse claims – is answered by the Convention law determined with respect to C's account (Utopian law). In Example 4-15, C takes free of B's interest. Although B may continue to have rights against A's intermediary and the intermediary's property because the Convention law determined with respect to A's account (Ruritanian law) treats the debit of securities to A's account as subject to reversal and treats B's security interest as still effective, this does not affect whether C takes subject to B's security interest, acquires priority over B's security interest, or takes free of all (incl. A's) adverse claims – that issue is governed exclusively by the Convention law determined with respect to C's account (Utopian law). Thus, it is not possible to have a situation in which C acquires an interest in securities credited to C's account that, under Utopian law, is free of all adverse claims, but at the same time to be vulnerable to the successful assertion by B or any other person of rights against C under Utopian or any other law. The applicable law may provide that C takes free of all adverse claims (as in Example 4-15) or that C acquires only the rights that Y (or A or any intermediary other than Y in the chain between A and C) had to convey under the Convention law determined with respect to Y's (or such other person's) account (as in Example 4-16). But in both cases that issue is governed exclusively by the Convention law determined with respect to C's account, the account to which those securities were credited for C's benefit. In Example 4-17, the analysis is the same as the analysis that is discussed for Example 4-14 in para. 4-45 above.

4-47 Similarly, the questions in Example 4-18 – whether B takes all 200 Z Corp shares credited to its account free of all (incl. A's) adverse claims, once the Z Corp shares were credited to B's account – is answered by the Convention law determined with respect to that account, namely Utopian law. Because Ruritanian law, as the Convention law determined with respect to A's account, treats the debit of 100 shares of Z Corp shares to that account as subject to reversal, A may, under Ruritanian law, continue to have rights against X and its property that are proprietary, contractual, mixed or other in nature. But this treatment under Ruritanian law does not affect whether B takes all 200 Z Corp shares free of all (incl. A's) adverse claims; that issue is governed exclusively by the Convention law determined with respect to B's account. This is true despite the fact that under Ruritanian law, X's act was fraudulent. Although A's ability to discover B's existence and to assert a claim based on the argument that "its" 100 shares ended up in B's account is extremely

de B, soit très peu probable compte tenu de la nature du système intermédié, cet exemple démontre l'application de la règle de la Convention dans de tels cas.

4-48 Dans la situation simple (mais inhabituelle) où les comptes tenus pour le compte de A et C sont tenus par le même intermédiaire mais que les conventions de compte sont régies par les lois différentes indiquées (variante des motifs dans les exemples 4-12 et 4-15), l'intermédiaire devrait, selon la loi d'Utopie, honorer le crédit de titres au compte de titres de C tout en étant tenu par la loi de la Ruritanie de contre-passer le débit du compte de A. A défaut de redistribution de ce risque dans l'une ou l'autre des conventions de compte, l'intermédiaire devra probablement, selon les dispositions réglementaires ou le droit des biens ou dans le cadre de ses obligations contractuelles, acquérir des titres supplémentaires sur le marché afin de disposer de titres en nombre suffisant pour égaler le nombre de titres crédités aux comptes à la fois de A et de C, ou remettre à l'un des titulaires de comptes la valeur en numéraire des titres au lieu des titres eux-mêmes. Dans la situation plus complexe (mais plus réaliste) où les deux comptes sont régis par des lois différentes mais tenus par des intermédiaires distincts, et où il y a une chaîne d'intermédiaires entre le compte de A et le compte de C, l'intermédiaire de A ou l'intermédiaire de C, ou un autre intermédiaire se tenant entre A et C, supporterait un double passif (au sens où son transfert en faveur de C ne le déchargerait pas de son obligation continue à l'égard de A) en l'absence de stipulations dans ses conventions de compte avec le titulaire de compte pertinent redistribuant le risque de ce double passif au titulaire de compte ou le répartissant sur tous les titulaires de compte de l'intermédiaire.

4-49 Il est important de noter que ce risque de double passif pour les intermédiaires a *toujours* existé à l'égard des transferts transfrontaliers de titres via une chaîne d'intermédiaires, est bien compris des intermédiaires avisés impliqués dans les transferts transfrontaliers, et *n'a pas* été créé par la Convention. En vertu des règles de conflit de lois existantes, des lois différentes peuvent régir, et régissent souvent, des questions semblables à celles énumérées à l'article 2(1) à l'égard de titres émis par des émetteurs constitués selon les lois de différents Etats mais crédités sur un seul compte de titres ou transférés via des comptes de titres tenus par une chaîne d'intermédiaires dans divers Etats. Les intermédiaires avisés impliqués dans des transferts transfrontaliers de titres redistribuent donc couramment ce risque dans leurs conventions de compte avec des titulaires de comptes particuliers, répartissent le risque sur une masse de titulaires de comptes, ou décident délibérément de supporter et de gérer ce risque. La Convention ne cherche pas à éliminer ce risque, mais facilite en fait pour les intermédiaires l'identification, la redistribution ou la gestion de ce risque en indiquant la loi de quel Etat régit toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard de chaque compte de titres.

4-50 Il est également important de souligner que l'analyse est la même dans le cas où la loi de la Convention déterminée à l'égard de comptes de titres tenus par un intermédiaire considère l'intermédiaire comme un simple teneur de registres et considère le crédit de titres sur ces comptes comme créant une relation directe entre le titulaire de compte et l'émetteur (ou l'intermédiaire de l'intermédiaire). C'est la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte du bénéficiaire du transfert qui régit la question de savoir si celui-ci bénéficie de droits sur les titres crédités à son compte de titres libres de toute revendication de tiers. Le fait que, selon les dispositions matérielles de cette loi (ou de toute autre), le bénéficiaire est considéré comme disposant d'un droit émanant directement de l'émetteur est dépourvu de pertinence pour l'application de la Convention (voir les para. Int-19 et s.).

4-51 Comme l'illustre l'exemple 4-13, si en vertu de la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de C (loi d'Utopie), C ne peut obtenir de droits sur les titres plus étendus que les droits dont disposait Y (ou A, B ou tout intermédiaire autre que Y dans la chaîne entre A et C) en vue de les transmettre, la question de la priorité est néanmoins régie par la loi d'Utopie. Si la loi d'Utopie se tourne vers la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de Y (ou de cette autre personne) pour déterminer quels droits Y (ou cette autre personne) pouvait transférer, et donc quels droits C a acquis, elle ne le fait pas parce que la Convention dit que la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de Y (ou de cette autre personne) régit la question de la priorité, mais parce que les dispositions matérielles de la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte de C (loi d'Utopie) disent en substance que la loi de la Sylvanie (ou cette autre loi) détermine quel droits Y (ou cette autre personne) pouvait transférer.

Article 5 *Rattachements subsidiaires*

1. Si la loi applicable n'est pas déterminée en vertu de l'article 4, mais qu'il ressort expressément et sans ambiguïté d'une convention de compte écrite que celle-ci a été conclue via un établissement particulier de l'intermédiaire pertinent, la loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1), est la loi en vigueur dans l'Etat, ou dans l'unité territoriale de l'Etat à plusieurs unités, dans lequel cet établissement était alors situé, si celui-ci remplissait la condition prévue à la deuxième phrase de l'article 4(1). Afin de déterminer s'il ressort expressément et sans ambiguïté d'une convention de compte que celle-ci a été conclue via un établissement particulier de l'intermédiaire pertinent, les éléments suivants ne peuvent pas être pris en considération :

a) une clause stipulant qu'un acte ou tout autre document peut ou doit être notifié à l'intermédiaire pertinent à cet établissement ;

b) une clause stipulant que l'intermédiaire pertinent peut ou doit être assigné en justice dans un Etat particulier ou dans une unité territoriale particulière d'un Etat à plusieurs unités ;

c) une clause stipulant qu'un relevé de compte ou tout autre document peut ou doit être fourni par l'intermédiaire pertinent depuis cet établissement ;

d) une clause stipulant qu'un service peut ou doit être fourni par l'intermédiaire pertinent depuis cet établissement ;

e) une clause stipulant qu'une opération ou fonction peut ou doit être accomplie par l'intermédiaire pertinent à cet établissement.

2. Si la loi applicable n'est pas déterminée en vertu du paragraphe (1), cette loi est la loi en vigueur dans l'Etat, ou dans l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, dont la loi régit la constitution ou, à défaut, l'organisation de l'intermédiaire pertinent au moment de la conclusion de la convention de compte écrite, ou en l'absence d'une telle convention, au moment de l'ouverture du compte de titres ; toutefois, si l'intermédiaire pertinent est constitué ou, à défaut, organisé en vertu de la loi d'un Etat à plusieurs unités, mais non pas en vertu de la loi d'une unité territoriale de cet Etat, la loi applicable est la loi en vigueur dans l'unité territoriale de cet Etat à plusieurs unités dans laquelle il exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, la loi de l'unité territoriale dans laquelle est situé son principal lieu d'activité, au moment de la conclusion de la convention de compte écrite, ou en l'absence d'une telle convention, au moment de l'ouverture du compte de titres.

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

unlikely to occur given the nature of the intermediated system, this example demonstrates the application of the Convention's rule even in such situations.

4-48 In the simple (but unusual) case where the accounts maintained for A and C are maintained by the same intermediary but the account agreements are governed by the different laws indicated (Variants of the patterns in Examples 4-12 and 4-15), the intermediary would be required by Utopian law to honour the credit of securities to C's account while being required by Ruritanian law to reverse the debit to A's account. In the absence of any reallocation of this risk in either of the two account agreements, the intermediary would likely be required by applicable regulatory or property law, or as a matter of contractual obligation, to acquire additional securities on the open market to ensure that it had enough securities to match the credits of securities to both A's account and C's account or to give one of the account holders the cash value of the securities in lieu of the securities themselves. In the more complex (but realistic case) where the two accounts are governed by different laws but maintained by separate intermediaries and there is a chain of intermediaries between A's account and C's account, either A's intermediary or C's intermediary, or some other intermediary standing between A and C, would suffer a double liability (in the sense that its transfer to C would not relieve it of a continuing liability to A) in the absence of provisions in its account agreements with the relevant account holder reallocating the risk of such double liability to the account holder or spreading it to all of the intermediary's account holders.

4-49 It is important to note that this risk of double liability for intermediaries has *always* existed with respect to cross-border transfers of securities through a chain of intermediaries, is well-understood by informed intermediaries involved in cross-border transfers, and was *not* created by the Convention. Under existing conflict of laws rules, different laws can and often do govern issues similar to those listed in Article 2(1) with respect to securities issued by issuers organized under the laws of a variety of States but credited to a single securities account or disposed of through securities accounts maintained by a chain of intermediaries in a variety of States. Thus, informed intermediaries involved in cross-border transfers of securities typically reallocate this risk in their account agreements with specific account holders, spread the risk over a pool of account holders, or consciously decide to assume and manage this risk. The Convention does not attempt to eliminate this risk, but it does make it easier for intermediaries to identify, reallocate or manage this risk by making it clear which State's laws govern all the Article 2(1) issues with respect to each securities account.

4-50 It is also important to emphasize that the analysis is the same in the case in which the Convention law determined with respect to securities accounts maintained by an intermediary treats the intermediary as a mere record keeper and treats the credit of securities to those accounts as establishing a direct relationship between the account holder and the issuer (or the intermediary's intermediary). It is the Convention law determined with respect to a transferee's account that governs whether the transferee takes an interest in securities credited to its securities account free of all adverse claims. The fact that, under the substantive content of that (or any other) law, the transferee is deemed to hold direct from the issuer is irrelevant to the application of the Convention (see paras. Int-19 *et seq.*).

4-51 As illustrated in Example 4-13, if, under the Convention law determined with respect to C's account, (Utopian law), C cannot acquire an interest in the securities greater than the rights that Y (or A, B or any intermediary other than Y in the chain between A and C) had to convey, the priority issue is nevertheless governed by Utopian law. If Utopian law looks to the Convention law determined with respect to Y's (or such other person's) account to determine what rights Y (or such other person) had to convey and thus C acquired, it does so not because the Convention says that the Convention law determined with respect to Y's (or such other person's) account governs the priority issue, but because the substantive content of the Convention law determined with respect to C's account (Utopian law) effectively says that Sylvanian (or such other) law determines what rights Y (or such other person) had to convey.

Article 5 *Fall-back rules*

1. If the applicable law is not determined under Article 4, but it is expressly and unambiguously stated in a written account agreement that the relevant intermediary entered into the account agreement through a particular office, the law applicable to all the issues specified in Article 2(1) is the law in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, in which that office was then located, provided that such office then satisfied the condition specified in the second sentence of Article 4(1). In determining whether an account agreement expressly and unambiguously states that the relevant intermediary entered into the account agreement through a particular office, none of the following shall be considered –

a) a provision that notices or other documents shall or may be served on the relevant intermediary at that office;

b) a provision that legal proceedings shall or may be instituted against the relevant intermediary in a particular State or in a particular territorial unit of a Multi-unit State;

c) a provision that any statement or other document shall or may be provided by the relevant intermediary from that office;

d) a provision that any service shall or may be provided by the relevant intermediary from that office;

e) a provision that any operation or function shall or may be carried on or performed by the relevant intermediary at that office.

2. If the applicable law is not determined under paragraph (1), that law is the law in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, under whose law the relevant intermediary is incorporated or otherwise organised at the time the written account agreement is entered into or, if there is no such agreement, at the time the securities account was opened; if, however, the relevant intermediary is incorporated or otherwise organised under the law of a Multi-unit State and not that of one of its territorial units, the applicable law is the law in force in the territorial unit of that Multi-unit State in which the relevant intermediary has its place of business, or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business, at the time the written account agreement is entered into or, if there is no such agreement, at the time the securities account was opened.

3. Si la loi applicable n'est déterminée ni en vertu du paragraphe (1) ni en vertu du paragraphe (2), cette loi est la loi en vigueur dans l'Etat, ou dans l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, dans lequel l'intermédiaire pertinent exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, l'Etat, ou l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, dans lequel est situé son principal lieu d'activité au moment de la conclusion de la convention de compte écrite, ou en l'absence d'une telle convention, au moment de l'ouverture du compte de titres.

I. Introduction

5-1 L'article 5 prévoit une série de rattachements subsidiaires qui s'appliquent si la loi régissant les questions de l'article 2(1) n'est pas déterminée en vertu de la règle principale de la Convention (art. 4(1)). Ceci peut se produire lorsqu'un titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ne sont pas expressément convenus d'une loi régissant leur convention de compte ou d'une autre loi régissant toutes les questions de l'article 2(1) ou s'il existe un tel accord, la Convention ne donne pas effet à la désignation de la loi applicable parce que la condition d'établissement conforme n'est pas remplie. Les rattachements subsidiaires de l'article 5 opèrent en cascade. Ainsi, si la loi applicable n'est pas déterminée en vertu de l'article 4, le premier rattachement subsidiaire est l'article 5(1) ; si la loi applicable n'est pas déterminée en vertu de l'article 5(1), le rattachement subsidiaire suivant est l'article 5(2) ; et si la loi applicable n'est pas déterminée en vertu de l'article 5(2), l'article 5(3) s'applique.

5-2 L'application des règles de conflit de la Convention (y compris l'art. 5) dans le contexte d'un transfert effectué par voie d'inscriptions en comptes, y compris via une chaîne d'intermédiaires, est examinée en détail et illustrée à l'aide d'exemples utiles dans les paragraphes 4-43 et s.

5-3 En vertu de l'article 12(3), un Etat à plusieurs unités peut faire une déclaration afin que lorsque la loi applicable, déterminée en vertu de l'un des rattachements subsidiaires de l'article 5, est celle de cet Etat à plusieurs unités ou de l'une de ses unités territoriales, les règles *internes* de conflit de lois en vigueur dans cet Etat à plusieurs unités doivent être appliquées (au sujet de cette forme de *renvoi interne* au sein des Etats à plusieurs unités dans le contexte de l'art. 5, voir les para. 12-16 et s.).

II. Le premier rattachement subsidiaire : article 5(1)

5-4 Si une convention de compte *écrite indique expressément et sans ambiguïté* que l'intermédiaire pertinent a conclu la convention via un établissement particulier, la loi en vigueur dans l'Etat, ou l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, où cet établissement est situé au moment de la conclusion de la convention de compte, est la loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1), sous la condition que l'établissement remplissait *alors* la condition indiquée à la seconde phrase de l'article 4(1) (c'est-à-dire était un établissement conforme). Au sujet du sens de l'expression « loi en vigueur », voir les observations aux paragraphes 4-15, 12-12 et 12-13.

5-5 Ce premier rattachement subsidiaire conduit à l'application de la loi du lieu d'un établissement uniquement si :

(1) il existe une convention de compte écrite ;

(2) la convention indique expressément et sans ambiguïté qu'elle a été conclue par l'intermédiaire pertinent via l'établissement en question ; et

(3) l'établissement désigné est un établissement conforme.

« Ecrit » est défini à l'article 1(1)(n) (voir le para. 1-29). La définition d'un établissement conforme a déjà été examinée (voir les para. 4-21 et s.). Il reste donc à examiner la condition d'une indication expresse et sans ambiguïté dans la convention de compte que celle-ci a été conclue via un établissement particulier.

5-6 En tout état de cause, ce premier rattachement subsidiaire est fondé exclusivement sur la formulation de la convention de compte. Cela est destiné à promouvoir la certitude et éviter les litiges. Une indication qui est simplement implicite ou ambiguë ne suffit pas. Afin de souligner cet élément, l'article 5(1) énumère cinq facteurs qui doivent être exclus lorsqu'il s'agit de déterminer si la convention comporte l'indication expresse et sans ambiguïté requise. Ce sont des dispositions concernant :

(a) l'établissement où les actes (avis) ou autres documents peuvent ou doivent être notifiés à l'intermédiaire pertinent ;

(b) l'Etat, ou l'unité territoriale d'un Etat, où l'intermédiaire pertinent peut ou doit être assigné en justice ;

(c) l'établissement à partir duquel un relevé ou autre document peut ou doit être fourni par l'intermédiaire pertinent ;

(d) l'établissement à partir duquel un service peut ou doit être fourni par l'intermédiaire pertinent ;

(e) l'établissement dans lequel toute opération ou fonction peut ou doit être accomplie par l'intermédiaire pertinent. Aussi, l'inclusion de toutes ou d'une de ces clauses ne suffit-elle pas à constituer une indication expresse et sans ambiguïté de l'établissement via lequel la convention a été conclue.

Exemple 5-1

Un intermédiaire organisé selon la loi italienne et son client concluent une convention de compte. La convention de compte ne comporte pas de clause d'élection de droit, et ne prévoit pas expressément qu'une loi particulière régit toutes les questions de l'article 2(1). En revanche, elle indique expressément et sans ambiguïté (dans un paragraphe distinct sur la page de signature de la convention de compte) que l'intermédiaire a conclu la convention de compte via son établissement de Francfort. L'établissement de Francfort identifié était un établissement conforme au moment de la conclusion de la convention de compte. Par la suite, le client constitue, au bénéfice d'un bailleur de fonds, une sûreté portant sur des titres crédités au compte et émis par des émetteurs constitués en Russie, en Pologne et au Luxembourg. Ultérieurement, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la sûreté a été rendue opposable. En vertu de l'article 5(1), la loi allemande régit toutes les questions de l'article 2(1), y compris celle de l'opposabilité. Le fait que l'intermédiaire est organisé selon la loi italienne et le fait que les émetteurs sont tous constitués dans des pays autres que l'Allemagne sont dépourvus de pertinence.

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

3. If the applicable law is not determined under either paragraph (1) or paragraph (2), that law is the law in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, in which the relevant intermediary has its place of business, or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business, at the time the written account agreement is entered into or, if there is no such agreement, at the time the securities account was opened.

I. Introduction

5-1 Article 5 sets out a series of "fall-back" rules that apply if the law governing the Article 2(1) issues is not determined under the Convention's primary rule (Art. 4(1)). This might occur if an account holder and the relevant intermediary have not expressly agreed on a law governing their account agreement or on another law governing all the Article 2(1) issues; or, if there is such an agreement, the designation of the governing law is not given effect by the Convention because the Qualifying Office requirement is not satisfied. The fall-back rules in Article 5 operate as a cascade. Thus, if the applicable law is not determined under Article 4, the first fall-back rule is Article 5(1); if the applicable law is not determined under Article 5(1), the next fall-back rule is Article 5(2); and if the applicable law is not determined under Article 5(2), Article 5(3) applies.

5-2 Application of the Convention's conflict rules (including Art. 5) in the context of a disposition of securities effectuated by transfer from one securities account to another, including through a chain of intermediaries, is discussed at length and illustrated by useful examples in paragraphs 4-43 *et seq.*

5-3 Under Article 12(3), a Multi-Unit State may make a declaration to the effect that if the applicable law, determined under any of the fall-back rules in Article 5, is that of the declaring Multi-unit State itself or that of one of its territorial units, the *internal* conflict of laws rules in force in that Multi-unit State must be applied (on this form of *internal renvoi* within Multi-unit States in the context of Art. 5, see paras. 12-16 *et seq.*).

II. The first fall-back rule: Article 5(1)

5-4 If a *written* account agreement *expressly and unambiguously states* that the relevant intermediary entered into the agreement through a particular office, the law in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, in which that office was located at the time of entry into the account agreement is the law applicable to all the issues specified in Article 2(1), provided that that office *then* satisfied the condition specified in the second sentence of Article 4(1) (*i.e.*, was a Qualifying Office). On the meaning of the expression "law in force", see the comments in paragraphs 4-15, 12-12 and 12-13.

5-5 The first fall-back rule operates so as to apply the law of an office's location only where:

(1) there is a written account agreement;

(2) the agreement expressly and unambiguously states that it was entered into by the relevant intermediary through the office in question; and

(3) the designated office is a Qualifying Office.

"Written" is defined in Article 1(1)(n) (see para. 1-29). What constitutes a Qualifying Office has already been discussed (see paras. 4-21 *et seq.*). That leaves for consideration the requirement of an express and unambiguous statement in the account agreement that it was entered into through a particular office.

5-6 In any event, the first fall-back rule is based exclusively on the wording of the account agreement. This is to promote certainty and to avoid disputes. Implication or an ambiguous statement does not suffice. To emphasize this point Article 5(1) lists five factors to be excluded in determining whether the agreement contains the requisite express and unambiguous statement. These are provisions as to:

(a) the office at which notices or other documents shall or may be served on the relevant intermediary;

(b) the State, or territorial unit of a State, in which proceedings shall or may be instituted against the relevant intermediary;

(c) the office from which a statement or other document shall or may be provided by the relevant intermediary;

(d) the office from which any service shall or may be provided by the relevant intermediary;

(e) the office at which any operation or function shall or may be carried on or performed by the relevant intermediary.

So the inclusion of any or all of these provisions does not suffice as an express and unambiguous statement of the office through which the agreement was entered into.

Example 5-1

An intermediary organised under the laws of Italy and its customer enter into an account agreement. The account agreement does not include a choice of law clause, and it does not expressly provide that a particular law governs all the Article 2(1) issues. It does expressly and unambiguously (in a separate paragraph on the signature page of the account agreement) state that the intermediary entered into the account agreement through its Frankfurt office. The identified Frankfurt office was a Qualifying Office at the time the account agreement was entered into. Later, the customer grants to a lender a security interest in securities credited to the account which were issued by issuers incorporated in Russia, Poland and Luxembourg. Still later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the security interest is perfected. Under Article 5(1), the law of Germany governs all the Article 2(1) issues, including the issue of perfection. The fact that the intermediary was organised under Italian law and the fact that the issuers were all incorporated in countries other than Germany are irrelevant.

III. Le deuxième rattachement subsidiaire : article 5(2)

5-7 Le deuxième rattachement subsidiaire prend en considération l'Etat, ou l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, en vertu de la loi duquel l'intermédiaire pertinent a été constitué ou, à défaut, organisé au moment de la conclusion de la convention de compte écrite ou, en l'absence d'une convention de compte écrite ou de toute convention de compte, au moment de l'ouverture du compte de titres. Dans la grande majorité des cas, un compte de titres sera ouvert conformément à une convention de compte préalable, même si elle n'est initialement qu'informelle. Mais il n'en sera pas toujours ainsi. Dans certains cas, les droits du titulaire de compte et de l'intermédiaire sont déterminés non par le contrat mais par la loi. Par exemple, un DCT nordique, qui a la qualité d'intermédiaire en vertu de l'article 1(4) même s'il ne remplit pas les fonctions d'un intermédiaire, n'aura pas toujours de convention de compte avec ses clients à l'égard de titres émis dans son propre pays, mais fonctionne selon des dispositions juridiques déterminant les droits et obligations des parties (voir les observations au para. 1-7). En pareil cas, le moment pertinent est celui de l'ouverture du compte de titres.

5-8 Ce deuxième rattachement subsidiaire traite de deux types d'intermédiaires : ceux qui sont « constitués » selon une loi donnée, et ceux qui sont « organisés » selon une loi donnée. Une personne morale « constitue » une entité dotée d'une personnalité juridique distincte de celle de ses membres. Un intermédiaire « organisé » inclut un groupement dépourvu de personnalité juridique qui, bien qu'il ne soit pas une personne distincte en droit, a néanmoins un statut juridique dérivé du fait qu'il est formé conformément à des règles juridiques particulières et est donc plus qu'un simple groupe de personnes physiques se réunissant aux fins d'une activité. Dans certains ordres juridiques, certains types de sociétés de personnes relèveraient de cette catégorie. En résumé, le deuxième facteur de rattachement subsidiaire recouvre toutes les formes de sociétés reconnues par la loi, dotées ou non de la personnalité morale et constituant ou non des personnes juridiquement distinctes.

5-9 Ce deuxième rattachement subsidiaire est envisagé comme entrant en jeu dans un très faible pourcentage de cas seulement. Sa justification est qu'il apporte la prévisibilité dans une situation où les articles 4(1) et 5(1) n'ont pas déterminé la loi applicable.

5-10 Le deuxième rattachement subsidiaire traite également des situations où, dans un Etat à plusieurs unités, l'intermédiaire est constitué ou, à défaut, organisé non en vertu de la loi d'une unité territoriale mais en vertu de la loi de l'Etat (par ex., il y a au Canada des banques constituées selon le droit fédéral). Dans le cas d'une banque fédérale, la référence à la loi du lieu de constitution n'identifierait pas à elle seule la province dont la loi doit s'appliquer. L'article 5(2) applique la loi en vigueur dans la province où la banque a son lieu d'activité, ou, s'il y en a plusieurs, son principal lieu d'activité.

IV. Le troisième rattachement subsidiaire : article 5(3)

5-11 Lorsque aucun des rattachements subsidiaires précédents ne s'applique, la loi devant être appliquée est celle en vigueur dans l'Etat, ou l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, dans lequel l'intermédiaire pertinent a son lieu d'activité, ou s'il y en a plusieurs, son principal lieu d'activité, au moment de la conclusion de la convention de compte écrite ou, en l'absence d'une telle convention, au moment de l'ouverture du compte de titres. Aux fins de la Convention (art. 5(2) et 5(3)), le principal lieu d'activité est le lieu à partir duquel l'activité de l'intermédiaire est dirigée, c'est-à-dire le siège central ou siège administratif (correspondant aussi fréquemment au lieu de l'administration centrale).

V. Modification de la convention de compte

5-12 En général, le rattachement subsidiaire applicable en vertu de l'article 5 doit être déterminé par référence au facteur pertinent (indication dans la convention de compte écrite, lieu de constitution ou lieu d'activité) existant au moment où les parties concluent la convention de compte écrite ou, en l'absence d'une convention de compte écrite ou de toute convention de compte, de l'ouverture du compte de titres. Il peut y avoir des cas où une modification de la convention de compte pourra entraîner un changement de la loi applicable (voir les observations aux para. 7-1 et 4-27 et s.).

Article 6 *Critères exclus*

Pour déterminer la loi applicable en vertu de la présente Convention, il ne peut être tenu compte des éléments suivants :

a) le lieu de constitution ou, à défaut, d'organisation ou du siège social de l'émetteur des titres, de son administration centrale ou de son lieu ou principal lieu d'activité ;

b) les lieux où sont situés les certificats représentant les titres ou constituant la preuve de l'existence de ceux-ci ;

c) le lieu où est tenu, par ou pour le compte de l'émetteur des titres, un registre des titulaires des titres ;

d) le lieu de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent.

6-1 Afin d'empêcher les tribunaux d'appliquer aux titres détenus auprès d'un intermédiaire des règles de conflit de lois conçues pour les titres détenus directement, l'article 6 dispose que pour déterminer la loi applicable en vertu de la Convention, il ne peut être tenu compte du lieu où l'émetteur des titres est constitué ou formé, ou a son siège statutaire ou siège social ou principal lieu d'activité, du lieu où des certificats représentant ou constituant la preuve de leur existence sont situés, ou du lieu de tenue d'un registre des titulaires par ou pour le compte de l'émetteur. En outre, pour appliquer la règle de l'article 16(4), il ne peut être tenu compte d'aucun de ces facteurs pour déterminer s'il résulte des dispositions de la convention de compte dans son ensemble ou des circonstances extérieures à celle-ci qu'il existe un accord quant à l'Etat où le compte de titres est tenu. Tous ces lieux fournissent un facteur de rattachement traditionnel pour les titres détenus directement, mais n'ont aucun rôle à jouer dans le cadre de l'intermédiation de titres, pour laquelle la Convention se concentre uniquement sur l'intermédiaire pertinent et la relation entre cet intermédiaire et ses titulaires de comptes. Il s'ensuit que l'article 6 exclut également de la considération le lieu de situation de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent.

6-2 L'article 6, conjointement avec les articles 4 et 5, traduit une décision de politique législative essentielle, à savoir le rejet de toute démarche de conflit de lois qui conduirait à considérer l'intermédiaire d'un titulaire de

III. The second fall-back rule: Article 5(2)

5-7 The second fall-back rule looks to the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, under whose law the relevant intermediary was incorporated or otherwise organised at the time the written account agreement was entered into or, if there is no written account agreement or no account agreement at all, at the time the securities account was opened. In the great majority of cases a securities account will be opened pursuant to a prior account agreement, even if initially only informal. But this will not always be the case. In some circumstances the rights of the account holder and the intermediary are fixed not by agreement but by law. For example, a Nordic CSD, which qualifies as an intermediary under Article 1(4) even if not performing an intermediary's functions, may not always have account agreements with its customers in relation to securities issued in its own country but operates under legal rules which determine the rights and duties of the parties (see comments in para. 1-7). In such a case the relevant time is that of the opening of the securities account.

5-8 The second fall-back rule deals with two types of intermediary: one that is "incorporated" under a given law and one that is "otherwise organised" under a given law. A corporation is a body having a legal personality distinct from that of its members. An intermediary which is "otherwise organised" includes an unincorporated association which, though it may not have a distinct legal personality, nevertheless has a status in law derived from the fact that it is formed in accordance with specified legal rules and thus is more than simply a group of natural persons coming together in business. In some jurisdictions certain types of partnership would fall within this category. In summary, the second fall-back rule covers all forms of association recognised by law, incorporated and unincorporated and whether or not having a distinct legal personality.

5-9 The second fall-back rule is envisaged as coming into operation only in a very small percentage of cases. Its justification is that it provides predictability in a situation where Article 4(1) and Article 5(1) have not determined the applicable law.

5-10 The second fall-back rule also deals with the case where, in a Multi-unit State, the intermediary is incorporated or otherwise organised not under the law of a territorial unit but under the law of the State (*e.g.*, Canada has banks incorporated under federal law). In the case of a federal bank reference to the law of the place of incorporation would not by itself identify the province whose law was to apply. Article 5(2) applies the law in force in the province in which the bank has its place of business or, if more than one, its principal place of business.

IV. The third fall-back rule: Article 5(3)

5-11 Where neither of the preceding fall-back rules apply, the law to be applied is that in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, in which the relevant intermediary has its place of business, or if more than one such place, its principal place of business, at the time the written account agreement was entered into or, if there was no such agreement, at the time the securities account was opened. For purposes of the Convention (both Arts. 5(2) and (3)), the principal place of business is the place from which the intermediary's business is managed, that is, its head office or chief executive office (often also referred to as its place of central administration).

V. Amendment of the account agreement

5-12 In general, the applicable fall-back rule under Article 5 has to be determined by reference to the relevant factor (statement in written account agreement, place of incorporation or place of business) existing at the time the parties enter into the written account agreement, or, if there is no written account agreement or no account agreement at all, the securities account is opened. There may be circumstances in which an amendment of the account agreement may lead to a change of the applicable law (see comments in paras. 7-1 and 4-27 *et seq.*).

Article 6 *Factors to be disregarded*

In determining the applicable law in accordance with this Convention, no account shall be taken of the following factors –

a) the place where the issuer of the securities is incorporated or otherwise organised or has its statutory seat or registered office, central administration or place or principal place of business;

b) the places where certificates representing or evidencing securities are located;

c) the place where a register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located; or

d) the place where any intermediary other than the relevant intermediary is located.

6-1 In order to prevent courts from applying to securities held with an intermediary conflict of laws rules devised for directly held securities, Article 6 provides that in determining the applicable law in accordance with the Convention no account is to be taken of the place where the issuer of the securities is incorporated or formed or has its statutory seat or registered office or place or principal place of business or of the place where certificates representing or evidencing securities are located or the place where a register of holders is maintained by or on behalf of the issuer. Moreover, in applying the rule in Article 16(4), no consideration may be given to any of these factors in determining whether there is an agreement as to the State in which the securities account is maintained implied from the terms of the account agreement considered as a whole or the surrounding circumstances. All these places provide a traditional connecting factor for directly held securities but they have no role to play in relation to indirect holdings, for which the Convention focuses exclusively on the relevant intermediary and the relationship between that intermediary and its account holders. Hence Article 6 also excludes from consideration the location of any intermediary other than the relevant intermediary.

6-2 Article 6, taken with Articles 4 and 5, reflects a key policy decision, namely the rejection of any conflict of laws approach that would involve looking through an account holder's intermediary to a higher-tier intermediary

Goode, Kanda and Kreuzer Report

compte comme « transparent » et déterminer la loi applicable en repérant un intermédiaire à un niveau supérieur ou l'émetteur lui-même. De sorte que même dans une juridiction en vertu du droit matériel de laquelle le titulaire de compte a le droit de faire exécuter ses titres directement à l'encontre de l'émetteur ou est à par ailleurs considéré comme le propriétaire direct des titres, ce fait serait dépourvu de pertinence pour déterminer la loi de la Convention.

6-3 Bien que les facteurs mentionnés à l'article 6 doivent être ignorés pour déterminer la loi applicable, ils restent pertinents pour la question de savoir si la situation considérée comporte un élément international aux fins de l'article 3 (voir les observations au para. 3-3). En outre, l'article 6 n'a aucune pertinence pour l'applicabilité de l'article 16 dans les cas où les parties sont convenues que le compte de titres est tenu dans un Etat ou unité territoriale particuliers.

Article 7 *Protection des droits en cas de changement de la loi applicable*

1. Le présent article s'applique lorsqu'une convention de compte est modifiée de manière à changer la loi applicable en vertu de la présente Convention.

2. Pour les besoins du présent article :

a) la « nouvelle loi » désigne la loi applicable en vertu de la présente Convention après le changement ;

b) « l'ancienne loi » désigne la loi applicable en vertu de la présente Convention avant le changement.

3. Sous réserve du paragraphe (4), la nouvelle loi régit toutes les questions mentionnées à l'article 2(1).

4. Sauf à l'égard d'une personne ayant consenti au changement de la loi, l'ancienne loi demeure applicable :

a) à l'existence d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire né avant le changement de la loi ainsi qu'à un transfert de ces titres rendu opposable avant le changement de la loi ;

b) s'agissant d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire né avant le changement de la loi,

i) à la nature juridique et aux effets d'un tel droit à l'égard de l'intermédiaire pertinent et de toute personne partie à un transfert de ces titres effectué avant le changement de la loi ;

ii) à la nature juridique et aux effets d'un tel droit à l'égard d'une personne qui, après le changement de la loi, procède à une saisie sur ces titres ;

iii) à la détermination de toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) à l'égard d'un administrateur d'insolvabilité dans une procédure d'insolvabilité ouverte après le changement de la loi ;

c) à la priorité entre parties dont les droits sont nés avant le changement de la loi applicable.

5. Le paragraphe (4)(c) n'écarte pas l'application de la nouvelle loi concernant la priorité d'un droit né sous l'ancienne loi mais qui a été rendu opposable en vertu de la nouvelle loi.

I. Introduction

7-1 L'article 7 détermine l'impact d'une modification apportée à une convention de compte si la conséquence de la modification est que la loi de la Convention change de la loi d'un Etat ou d'une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités (la référence aux unités territoriales ne sera pas répétée dans tout ce commentaire de l'art. 7) déterminée en vertu soit de l'article 4(1) soit de l'article 5, à la loi d'un autre Etat déterminée en vertu de l'article 4(1). Cela suppose que la condition d'établissement conforme dans la seconde phrase de l'article 4(1) a été remplie au moment de la modification (une « modification entraînant changement de la loi »). Dans le cas où les parties échoueraient dans le choix d'une nouvelle loi applicable en vertu de la Convention qui remplisse les conditions de l'article 4(1), la modification n'est pas prise en compte aux fins de la Convention (c'est-à-dire que la situation antérieure est maintenue). La modification n'entraîne pas l'application des articles 5(2) ou 5(3), et l'article 5(1) ne peut être déclenché par la modification parce que l'article 5(1) ne peut être appliqué qu'au moment de la conclusion initiale de la convention de compte (c'est-à-dire l'ouverture du compte de titres) et elle ne constitue pas modification entraînant changement de la loi au sens de l'article 7. En outre, l'article 7 ne s'applique pas lorsqu'une autre loi de la Convention entre en jeu du fait d'un transfert de titres vers un nouveau compte. L'article 7 ne s'applique que si le changement de loi de la Convention est la conséquence d'une modification d'une convention de compte. Ce principe suggère que le domaine d'application de l'article 7 sera en fait probablement assez limité dans la pratique. Du fait de ce principe, l'article 7 n'entre pas en jeu lorsqu'une sûreté est constituée au moyen d'un transfert de titres du compte du constituant de la sûreté vers le compte du bénéficiaire de la sûreté (car les droits résultant du crédit de titres sur le compte du bénéficiaire de la sûreté, ainsi que toutes les autres questions de l'art. 2(1), seront régis par la loi de la Convention déterminée à l'égard du compte du bénéficiaire de la sûreté – il en est bien entendu de même à l'égard de titres faisant l'objet d'un transfert de propriété pur et simple à un acquéreur). Les références à la constitution d'une sûreté dans ce commentaire de l'article 7 visent donc un moyen de constitution qui n'entraîne pas un crédit de titres sur le compte de titres du bénéficiaire de la garantie, méthode souvent utilisée dans la pratique courante en Suisse, par exemple. Enfin, une modification n'est une modification entraînant changement de la loi que si elle (i) établit ou modifie expressément une clause d'élection de droit, ou (ii) dissocie puis reconfirme expressément un accord initial sur la loi applicable conclu à un moment où la condition d'établissement conforme n'était pas remplie. Une modification portant sur d'autres éléments ne remplit pas ce critère (c'est-à-dire ne déclenche pas une nouvelle application de la condition d'établissement conforme), même si cette modification est apportée en reformulant la totalité de la convention (voir en outre les observations au para. 4-27).

7-2 Les cas de figure suivants illustrent les situations où l'article 7 s'applique :

(1) La loi initiale de la Convention est déterminée par application de l'article 4(1), l'accord sur l'élection de droit est modifié, la modification entraîne un changement de la loi de la Convention par application de l'article 4(1). L'article 7 s'applique.

(2) La loi initiale de la Convention est déterminée en vertu de l'article 5, la convention de compte est modifiée par l'ajout d'un accord exprès sur la loi applicable, la modification entraîne un changement de la loi de la Convention par application de l'article 4(1). L'article 7 s'applique.

(3) La loi initiale de la Convention est déterminée en vertu de l'article 4 ou 5, la convention de compte est modifiée mais la modification n'entraîne pas de changement de la loi de la Convention en vertu de l'article 4(1). L'article 7 ne s'applique pas.

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

or to the issuer itself to determine the applicable law. So even in a jurisdiction under whose substantive law the account holder has the right to enforce the securities directly against the issuer or is otherwise treated as the direct owner of the securities, that fact would be irrelevant in determining the Convention law.

6-3 Although the factors mentioned in Article 6 are to be disregarded in determining the applicable law, they remain relevant to the question whether the situation under consideration involves an international element for the purpose of Article 3 (see comments in para. 3-3). Moreover, Article 6 has no relevance to the applicability of Article 16 in cases where the parties have agreed that the securities account is maintained in a particular State or territorial unit.

Article 7 *Protection of rights on change of the applicable law*

1. This Article applies if an account agreement is amended so as to change the applicable law under this Convention.

2. In this Article –

a) "the new law" means the law applicable under this Convention after the change;

b) "the old law" means the law applicable under this Convention before the change.

3. Subject to paragraph (4), the new law governs all the issues specified in Article 2(1).

4. Except with respect to a person who has consented to a change of law, the old law continues to govern –

a) the existence of an interest in securities held with an intermediary arising before the change of law and the perfection of a disposition of those securities made before the change of law;

b) with respect to an interest in securities held with an intermediary arising before the change of law –

i) the legal nature and effects of such an interest against the relevant intermediary and any party to a disposition of those securities made before the change of law;

ii) the legal nature and effects of such an interest against a person who after the change of law attaches the securities;

iii) the determination of all the issues specified in Article 2(1) with respect to an insolvency administrator in an insolvency proceeding opened after the change of law;

c) priority as between parties whose interests arose before the change of law.

5. Paragraph (4)(c) does not preclude the application of the new law to the priority of an interest that arose under the old law but is perfected under the new law.

I. Introduction

7-1 Article 7 determines the impact of an amendment to an account agreement if the consequence of the amendment is that the Convention law changes from the law of one State or territorial unit of a Multi-unit State (reference to territorial units will not be repeated throughout this commentary to Art. 7) as determined under either Article 4(1) or Article 5, to the law of a different State, as determined under Article 4(1), which assumes that the Qualifying Office requirement of the second sentence of Article 4(1) is satisfied at the time of the amendment (a 'triggering amendment'). In the case where the parties fail to select a new applicable law under the Convention which satisfies the requirements of Article 4(1), the amendment is ignored for Convention purposes (*i.e.*, the *status quo* ante is preserved). The amendment does not lead to the application of Articles 5(2) or (3); and Article 5(1) cannot be triggered by the amendment because Article 5(1) can be applied only at the time the account agreement was originally entered into (*i.e.*, the initial creation of the securities account) and it does not constitute a triggering amendment for purposes of Article 7. Further, Article 7 does not apply when a different Convention law is brought into play as the result of a transfer of securities to a new account; Article 7 applies only if the change of the Convention law is the consequence of an amendment to an account agreement. This principle suggests that the sphere of application of Article 7 will likely be rather circumscribed in actual practice. As a consequence of this principle, Article 7 is not brought into play when a security interest is implemented by means of a transfer of securities from a collateral provider's account to a collateral taker's account (as the rights resulting from the credit of securities to the collateral taker's account, as well as all the other Article 2(1) issues, will be governed by the Convention law determined with respect to the collateral taker's account – the same, of course, is true with respect to securities transferred outright to a buyer). Therefore, references to the grant of a security interest in this commentary to Article 7 refer to a method of granting that does not result in a credit of the securities to the securities account of the collateral taker, a method which is, for instance, in current practice often used in Switzerland. Finally, an amendment is a triggering amendment only if it expressly (i) initiates or changes an agreement on governing law, or (ii) singles out and expressly reconfirms an original agreement on governing law that was made at a time when the Qualifying Office requirement was not satisfied; an amendment which changes other matters does not meet this criterion (*i.e.*, does not trigger a new application of the Qualifying Office requirement) even if that amendment takes the form of restating the entire agreement (see further comments in para. 4-27).

7-2 The following fact patterns illustrate when Article 7 applies:

(1) The original Convention law is determined by application of Article 4(1); the agreement on governing law is amended; the amendment results in a change of the Convention law by application of Article 4(1). Article 7 applies.

(2) The original Convention law is determined under Article 5; the account agreement is amended by the addition of an express agreement on governing law; the amendment results in a change of the Convention law by application of Article 4(1). Article 7 applies.

(3) The original Convention law is determined under Article 4 or 5; the account agreement is amended, but the amendment does not result in a change of the Convention law by application of Article 4(1). Article 7 does not apply.

En résumé, l'article 7 ne s'applique qu'en cas d'une modification entraînant changement de la loi applicable, ce qui signifie que la nouvelle loi est déterminée par application de l'article 4(1).

7-3 L'article 7 n'a pas de prédécesseur dans les projets de texte antérieurs à la Session diplomatique. En effet, la question de savoir comment traiter les droits acquis en cas de changement de la loi applicable résultant d'une modification de la convention de compte ne s'est présentée qu'une fois que la Session diplomatique avait décidé de choisir comme rattachement principal dans l'article 4(1) un clause d'élection de droit (soumise à certaines conditions).

7-4 L'article 7 traite d'un changement de loi applicable résultant d'une modification de la convention de compte, c'est-à-dire que la loi A désignée par la Convention est remplacée par la loi B désignée par la Convention à l'issue d'une modification de la convention de compte. Le changement de loi dont traite l'article 7 en est donc un qui survient après l'entrée en vigueur de la Convention. Par contraste, l'article 15 est une disposition transitoire qui prévoit que la loi de la Convention détermine l'ordre de priorité de droits concurrents sur des titres acquis avant et après l'entrée en vigueur de la Convention dans un Etat contractant. Il s'ensuit que les articles 7 et 15 traitent de situations de fait entièrement différentes. Les deux articles sont cependant semblables dans la (seule) mesure où la nouvelle loi régit (bien qu'avec des exceptions selon l'art. 7(4)) les questions de l'article 2(1).

7-5 Une modification entraînant changement de la loi peut survenir à tout moment. Le titulaire de compte et son intermédiaire peuvent changer de loi applicable à tout moment sans le consentement de tiers. Ceci entraîne la nécessité d'énoncer clairement les conséquences de tout changement de loi pour les tiers, qui n'auront souvent aucune connaissance de la modification entraînant changement de la loi ou pourront ne pas être en mesure de se protéger efficacement. Si en vertu de l'article 7(3) la nouvelle loi est applicable en général, l'article 7(4) préserve donc l'applicabilité de l'ancienne loi dans des situations spécifiques à l'égard des intérêts de parties spécifiques.

7-6 L'article 7(3) établit la règle générale selon laquelle la loi applicable en vertu de la Convention à la suite d'un changement de la loi (la « nouvelle loi ») régit toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard de tout droit portant sur des titres précédemment ou ultérieurement crédités à un compte de titres régi par la convention de compte modifiée. Cependant, lorsque tous les faits pertinents sont survenus avant la modification, l'ancienne loi régit les questions visées à l'article 7(4), à moins d'être invoquée par une personne ayant consenti au changement (et sous réserve de l'art. 7(5)). Une personne consentant au changement ne relève pas du champ d'application de l'article 7(4). En vertu de l'article 7(4), l'ancienne loi continue de régir des questions spécifiques à l'égard de certains droits portant sur des titres, crédités à un compte de titres, acquis avant la modification entraînant changement de la loi par une personne n'ayant pas consenti à cette modification (une « personne protégée »). Pour le bénéfice de ces personnes protégées, l'ancienne loi continue de régir l'existence d'un droit né antérieurement au changement et l'opposabilité d'un transfert réalisé avant le changement (art. 7(4)(a)). Une règle semblable est indiquée à l'article 7(4)(b) pour diverses situations : l'alinéa (b)(i) dispose que l'ancienne loi continue de régir la nature juridique et les effets d'un tel droit à l'égard de l'intermédiaire pertinent et de toute partie à un transfert de ces titres effectué avant le changement de la loi. Les alinéas (b)(ii) et (iii) disposent que l'ancienne loi continue de régir le statut d'un droit né avant le changement de la loi à l'égard des créanciers saisissants et toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard des administrateurs d'insolvabilité, lorsque la saisie ou la procédure d'insolvabilité survient après le changement de la loi. L'alinéa (c) préserve l'applicabilité de l'ancienne loi aux questions de priorité entre droits nés avant le changement, sous la réserve (art. 7(5)) des situations où au moins un des droits concurrents est né sous l'empire de l'ancienne loi, n'a pas été rendu opposable en vertu de l'ancienne loi, mais a été par la suite rendu opposable en vertu de la nouvelle loi.

7-7 En résumé, l'article 7(1) détermine le champ d'application de la disposition. L'article 7(2) en définit les termes essentiels. L'article 7(3) établit la règle générale selon laquelle la loi applicable en vertu de la Convention après un changement de la loi (la « nouvelle loi ») régit toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard de tout droit portant sur des titres crédités antérieurement ou postérieurement sur le compte de titres régi par la convention de compte modifiée, sous réserve des exceptions indiquées à l'article 7(4). L'article 7(4) dispose, sous réserve de l'article 7(5), que l'ancienne loi continue de régir certaines questions spécifiques à l'égard d'un droit portant sur des titres crédités à un compte de titres et qui a été acquis avant le changement de la loi par une personne protégée, c'est-à-dire une personne autre que celle ayant consenti au changement de la loi. L'article 7(5) prévoit une exception à l'exception figurant à l'article 7(4)(c) dans le cas de certaines questions de priorité.

II. Article 7(1) : champ d'application de la disposition

7-8 L'article 7 ne s'applique qu'à l'issue d'une modification entraînant changement de la loi (voir les para. 7-1 et 7-2). Une modification entraînant changement de la loi pourra ajouter une clause d'élection de droit relevant de l'article 4(1) là où il n'y en avait pas précédemment. Une modification entraînant changement de la loi peut remplacer une clause d'élection de droit existante qui avait ou n'avait pas pour effet de déterminer l'ancienne loi en vertu de l'article 4(1). S'il n'y avait pas de clause d'élection de droit antérieure ayant pour effet de déterminer la loi de la Convention en vertu de l'article 4(1), la loi applicable aura été initialement déterminée par l'article 5. La modification sera alors une modification entraînant changement de la loi (ayant pour effet de déterminer une loi applicable en vertu de l'art. 4(1)) si elle entraîne l'applicabilité d'une loi différente de celle précédemment déterminée en vertu de l'article 5. L'article 16(1) disposant que les références dans la Convention à une convention de compte doivent inclure une convention de compte conclue avant l'entrée en vigueur de la Convention au plan international (voir art. 19(1)), l'article 7 s'applique également à de telles conventions de compte antérieures à la Convention (voir l'exemple 16-1 *in fine*).

7-9 L'applicabilité de l'article 7 présuppose que :

(a) il existe une convention de compte avant qu'une modification n'y soit apportée ;

(b) les mesures prises par les parties constituent une modification de la convention de compte régissant le compte de titres et non la conclusion d'une nouvelle convention de compte régissant un autre compte de titres ;

(c) la modification entraîne un changement de la loi en raison de l'application de l'article 4(1) (modification entraînant changement de la loi, voir l'exemple 7-1 ci-dessous).

Si tous ces éléments sont présents, l'article 7 s'applique, que la loi applicable déterminée en vertu de la Convention *avant* la modification entraînant changement de loi ait été

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

To sum up, Article 7 applies only if a change of law results from a triggering amendment, which means that the new law is determined by application of Article 4(1).

7-3 Article 7 has no forerunner in pre-Diplomatic Conference drafts because the question of how to deal with existing rights in the event of a change of law by virtue of a triggering amendment arose only when the Diplomatic Conference decided to select as the primary conflict of laws rule the (albeit conditioned) choice of law approach in Article 4(1).

7-4 Article 7 deals with a change of law in consequence of a triggering amendment under the Convention, that is, Convention law A is replaced by Convention law B as a result of a triggering amendment. Thus, the change of law dealt with in Article 7 is one that occurs after the Convention entered into force. In contrast, Article 15 is a transition provision which provides that the Convention law determines the priority of competing interests in securities arising before and after the Convention enters into force in a Contracting State. Hence, Articles 7 and 15 deal with completely different factual situations. However, both articles are similar (only) insofar as the new law governs (albeit with exceptions in Art. 7(4)) the Article 2(1) issues.

7-5 Triggering amendments may occur at any time. The account holder and its intermediary are able to change the applicable law at any time without the consent of third parties. This generates the need to describe clearly the consequences of the change of law for third parties, who often will have no knowledge of the triggering amendment or may not be in a position to effectively protect themselves. Therefore, while under Article 7(3) the new law applies in general, Article 7(4) preserves the applicability of the old law in specified situations with respect to interests of specified parties.

7-6 Article 7(3) states the general rule – the law applicable under the Convention after a change of law (the 'new law') governs all the Article 2(1) issues in respect of any interest in securities previously or subsequently credited to the securities account governed by the amended account agreement. However, where all relevant events occurred before the change, the old law governs the issues specified in Article 7(4), unless asserted by a person who consented to the change (and subject to Art. 7(5)). A person who consents to the change does not fall within Article 7(4). Under Article 7(4), the old law continues to govern specified issues with respect to certain interests in securities credited to a securities account that were acquired before the triggering amendment by a person who did not consent to the triggering amendment ('protected person'). In favour of those protected persons, the old law continues to govern the existence of an interest that arose prior to the change and the perfection of a disposition made before the change (Art. 7(4)(a)). A similar rule is specified in Article 7(4)(b) for various situations: Sub-paragraph (b)(i) provides that the old law continues to govern the legal nature and effects of such an interest against the relevant intermediary and any party to a disposition of those securities made before the change of law. Sub-paragraphs (b)(ii) and (iii) provide that the old law continues to govern the status of an interest that arose before the change of law against attaching creditors and all the Article 2(1) issues with respect to insolvency administrators, when the attachment or the insolvency proceeding occurs after the change of law. Sub-paragraph (c) preserves the applicability of the old law to priority issues as between pre-change interests, except (Art. 7(5)) situations where at least one of those competing interests arose under the old law, was not perfected under the old law but subsequently is perfected under the new law.

7-7 In summary, Article 7(1) determines the scope of the provision. Article 7(2) defines key terms used in Article 7. Article 7(3) states the general rule – the law applicable under the Convention after a change of law (the 'new law') governs all the Article 2(1) issues in respect of any interest in securities previously or subsequently credited to the securities account governed by the amended account agreement, subject to the exceptions specified in Article 7(4). Article 7(4) provides, subject to Article 7(5), that the old law continues to govern certain specified issues with respect to an interest in securities credited to an account that was acquired before the change of law by a protected person, that is, a person other than a person who consented to the change of law. Article 7(5) provides an exception to the exception contained in Article 7(4)(c) in case of certain priority issues.

II. Article 7(1): Scope of the provision

7-8 Article 7 applies only if there is a triggering amendment (see paras. 7-1 and 7-2). A triggering amendment may add an Article 4(1) governing law clause where none existed previously. A triggering amendment may replace an already existing governing law clause that might or might not have had the effect of determining the old law under Article 4(1). If there was no previous governing law clause that had the effect of determining the Convention law under Article 4(1), then the applicable law will initially have been determined by Article 5, and the amendment will be a triggering amendment (which produces an applicable law determined under Art. 4(1)) if it results in the applicability of a law different from that previously determined under Article 5. As Article 16(1) states that references in the Convention to an account agreement include an account agreement concluded before this Convention entered into force on the international plane (see Art. 19(1)), Article 7 applies also to such pre-Convention account agreements (see Example 16-1 *in fine*).

7-9 Applicability of Article 7 presupposes that

(a) an account agreement exists before any amendment is made;

(b) the actions taken by the parties constitute an amendment to the account agreement governing the securities account and not the entering into of a new account agreement governing a different securities account;

(c) the amendment causes a change of law by reason of the application of Article 4(1) (triggering amendment; see Example 7-1 below).

If all these elements are present, Article 7 applies whether the applicable law determined under the Convention *before* the triggering amendment is made was determined under

déterminée en vertu de l'article 4(1) (que ce soit ou non avec l'aide des règles interprétatives de l'art. 16) ou de l'article 5. Si l'un de ces éléments est absent, l'article 7 ne s'applique pas.

7-10 L'article 7 n'affecte pas les situations où l'Etat dont la loi s'applique en vertu de la Convention reste le même mais la teneur de cette loi change (voir l'exemple 7-2). Ces situations sont traitées par les règles transitoires de la loi de cet Etat.

7-11 Si les parties ont conclu une nouvelle convention de compte au lieu de modifier une convention existante, cela constitue la création d'un autre compte de titres et, bien entendu, l'article 7 n'aura pas d'application. La loi régissant toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard de titres crédités sur le nouveau compte sera déterminée en vertu de l'article 4 ou 5, selon le cas. Il ne s'agit pas ici d'un changement de la loi de la Convention déterminée à l'égard d'un compte particulier, et l'article 7 n'est pas applicable.

7-12 De même, l'article 7 n'est pas applicable lorsque la loi change du fait d'un transfert de titres d'un compte de titres vers un autre et que chacun des comptes est régi par une convention de compte différente (voir l'exemple 7-3, ainsi que les observations aux para. 7-1, 4-11 et 4-43 et s.).

7-13 L'article 7 ne s'applique pas non plus à une situation où la loi de la Convention initiale a été déterminée en vertu des articles 5(2) ou (3) et où l'Etat de constitution, d'organisation, du lieu ou du principal lieu d'activité de l'intermédiaire pertinent change. Dans ce cas, il n'y a pas même de changement de loi parce qu'un changement ultérieur de l'un de ces facteurs de rattachement ne change pas la loi résultant des articles 5(2) ou (3).

Exemple 7-1

Un intermédiaire organisé selon la loi jordanienne et son client concluent une convention de compte. La convention de compte prévoit expressément que toutes les questions de l'article 2(1) sont régies par la loi anglaise. L'intermédiaire avait un établissement conforme à Londres au moment de la conclusion de la convention de compte. Par la suite, l'intermédiaire et son client modifient la convention de compte de sorte qu'elle prévoit expressément que toutes les questions de l'article 2(1) sont régies par la loi allemande. Cependant, l'intermédiaire n'a pas d'établissement conforme en Allemagne au moment de la modification. Puisque la condition d'établissement conforme (art. 4(1), seconde phrase) n'est pas remplie, il n'y a pas de changement de la loi. La modification (quels que soient ses effets par ailleurs) n'est pas une modification entraînant changement de la loi. L'article 7 ne s'applique pas. La loi anglaise continue de régir toutes les questions de l'article 2(1).

Variante :

Si l'intermédiaire avait un établissement conforme en Allemagne au moment de la modification, il s'agit d'une modification entraînant changement de la loi et l'article 7 s'applique.

Exemple 7-2

Un intermédiaire conclut une convention de compte avec son client. Supposons que la Convention détermine la loi de la Ruritanie comme étant la loi de la Convention. Le titulaire de compte constitue, en faveur d'un bénéficiaire de garantie A (le bénéficiaire A), une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités à celui-ci. Le bénéficiaire A rend la sûreté opposable conformément à la loi de la Ruritanie. Par la suite, la Ruritanie révise sa loi et modifie les formalités qui doivent être accomplies en vue d'assurer l'opposabilité d'un droit de sûreté. Selon les règles transitoires de la loi de la Ruritanie, les bénéficiaires de garantie disposant de sûretés opposables doivent se conformer aux conditions d'opposabilité de la nouvelle loi de la Ruritanie dans les six mois suivant sa promulgation afin de conserver l'opposabilité. Le bénéficiaire A ne le fait pas. Plus tard, le titulaire de compte constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités sur celui-ci au bénéfice du bénéficiaire B, qui rend sa sûreté opposable selon la nouvelle loi de la Ruritanie. L'article 7 ne s'applique pas à cette situation car la révision de règles juridiques n'est ni un changement de la loi au sens de l'article 7 ni la conséquence d'une modification entraînant changement de la loi de la part des parties. La loi de la Ruritanie n'a pas été remplacée comme loi applicable par la loi d'un autre Etat (ou autre unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités) ; il y a simplement eu un changement de la teneur de la loi de la Ruritanie. Un tel changement ne déclenche pas l'article 7 et l'effet d'un tel changement n'est pas déterminé par la Convention.

Exemple 7-3

Un intermédiaire organisé selon la loi allemande, avec des établissements conformes en Ruritanie et en Utopie, conclut deux conventions de compte distinctes avec un client. L'une des conventions de compte prévoit expressément et sans ambiguïté que l'intermédiaire conclut la convention via son établissement en Ruritanie (la « convention de compte alpha ») et l'autre prévoit de même que c'est via son établissement en Utopie (la « convention de compte bêta »). Aucune des deux conventions de compte ne prévoit expressément une loi particulière comme régissant la convention ou toutes les questions de l'article 2(1). Chacune des conventions de compte régit un compte de titres distinct (le « compte alpha » et le « compte bêta », respectivement). Le titulaire de compte constitue une sûreté portant sur le compte alpha et tous les titres crédités sur ce compte en faveur d'une banque organisée selon la loi anglaise. La banque anglaise bénéficiaire de la garantie rend la sûreté opposable conformément à la loi de la Ruritanie par un moyen n'entraînant pas un crédit des titres sur son compte de titres. Par la suite, le titulaire de compte effectue un transfert de tous les titres de son compte alpha vers son compte bêta et constitue ultérieurement une sûreté portant sur le compte bêta et tous les titres crédités sur celui-ci en faveur d'un bailleur de fonds organisé selon la loi française. Le preneur de garantie français rend sa sûreté opposable selon le droit d'Utopie par un moyen n'entraînant pas de crédit des titres sur son compte de titres. La loi de la Convention régissant toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard des droits du bailleur de fonds français est la loi d'Utopie. L'article 7 ne s'applique pas à cette situation car la loi d'Utopie ne s'applique pas en raison d'une modification entraînant changement de la loi, mais en conséquence du transfert des titres du compte alpha vers le compte bêta.

III. Article 7(2) : définition des lois « ancienne » et « nouvelle »

7-14 En vue de faciliter la rédaction, l'article 7 utilise les termes de « ancienne loi » et « nouvelle loi ». L'article 7(2) définit ces termes. Le terme « ancienne loi » désigne la loi de l'Etat applicable en vertu de la Convention avant une modification de la convention de compte entraînant changement de la loi. Le terme « nouvelle loi » désigne la loi d'un autre Etat devenue applicable en vertu de la Convention en conséquence d'une modification entraînant changement de la loi. Dans le cas peu probable de plu-

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

Article 4(1) (whether or not with the assistance of the interpretive rules of Art. 16) or under Article 5. If any of these elements is not present, Article 7 does not apply.

7-10 Article 7 does not affect situations where the State whose law applies under the Convention remains the same but the content of that law changes (see Example 7-2). Those situations are addressed by the transition rules in that State's law.

7-11 If the parties entered into a new account agreement, rather than amending an existing agreement, this constitutes the creation of a different securities account and, of course, Article 7 will have no application; the law governing all the Article 2(1) issues with respect to securities credited to the new account will be determined under Article 4 or 5, as applicable. This is not a change of the Convention law determined with respect to a particular account, and Article 7 is not applicable.

7-12 Article 7 is likewise not applicable, when the law changes as a consequence of a transfer of securities from one securities account to another, each of which is governed by a separate account agreement (see Example 7-3, as well as the comments in paras. 7-1, 4-11 and 4-43 *et seq.*).

7-13 Nor does Article 7 apply to a situation if the original Convention law was determined under Article 5(2) or (3) and the relevant intermediary's State of incorporation, organisation, place of business or principal place of business changes. In this case there is not even a change of law, because a subsequent change of one of these connecting factors does not change the law under Article 5(2) or (3).

Example 7-1

An intermediary organised under the laws of Jordan and its customer enter into an account agreement. The account agreement expressly provides that all the Article 2(1) issues are governed by English law. The intermediary had a Qualifying Office in London at the time the governing law agreement was made. Later, the intermediary and its customer amend the account agreement so that it expressly provides that all the Article 2(1) issues are governed by German law. However, the intermediary does not have a Qualifying Office in Germany at the time of the amendment. Because the Qualifying Office requirement (Art. 4(1), second sentence) is not satisfied, there is no change of law; the amendment (whatever effect it may have in other respects) is not a triggering amendment. Article 7 does not apply. English law continues to govern all the Article 2(1) issues.

Variant:

If the intermediary had a Qualifying Office in Germany at the time of the amendment, it was a triggering amendment and Article 7 applies.

Example 7-2

An intermediary enters into an account agreement with its customer. Assume that the Convention determines that Ruritanian law is the Convention law. The account holder grants to secured party A (SP-A) a security interest in the securities account and all the securities credited to the account. SP-A perfects the security interest in accordance with Ruritanian law. Later, Ruritania amends its law to change the steps that are required to perfect a security interest. Under the transition rules of the new Ruritanian law, secured parties with perfected security interests must comply with the perfection procedures of the new Ruritanian law within six months of its enactment in order to remain perfected. SP-A fails to do so. Still later, the account holder grants a security interest in the securities account and all the securities credited to the account to SP-B, which perfects its security interest under the new Ruritanian law. Article 7 does not apply to this situation because the change in legal rules was neither a change of law within the meaning of Article 7 nor a consequence of a triggering amendment by the parties. Ruritanian law was not replaced as the applicable law by the law of a different State (or different territorial unit of a Multi-unit State); there was merely a change in the content of Ruritanian law. Such a change does not trigger Article 7 and the effect of such a change is not determined by the Convention.

Example 7-3

An intermediary organised under the laws of Germany, with Qualifying offices in Ruritania and Utopia, enters into two separate account agreements with a customer. One account agreement expressly and unambiguously provides that the intermediary is entering into the agreement through its Ruritanian office (the "Alpha account agreement") and the other so provides through its Utopian office (the "Beta account agreement"). Neither of the account agreements expressly provides that a particular law governs the agreement or all the Article 2(1) issues. Each of the account agreements governs a separate securities account (the "Alpha account", and the "Beta account" respectively). The account holder grants a security interest in the Alpha account and all securities credited to that account to a bank organised under English law. The collateral taking English bank perfects the security interest in accordance with Ruritanian law by a method that does not result in a credit of the securities to its securities account. Later, the account holder transfers all the securities from its Alpha account to its Beta account and subsequently grants a security interest in the Beta account and all securities credited to that account to a lender organised under French law. The collateral taking French lender perfects its security interest under Utopian law by a method that does not result in a credit of the securities to its securities account. The Convention law that governs all the Article 2(1) issues with respect to the French lender's rights is Utopian law. Article 7 does not apply to this situation because the applicable law is Utopian law, not by virtue of a triggering amendment to the account agreement, but as the consequence of the transfer of the securities from the "Alpha account" to the "Beta account".

III. Article 7(2): Definitions of 'old' and 'new' law

7-14 For drafting convenience, Article 7 uses the terms 'old law' and 'new law'. Article 7(2) defines these terms. The term 'old law' means the law of the State applicable under the Convention before a triggering amendment is made. The term 'new law' means the law of the other State made applicable under the Convention as a consequence of a triggering amendment. In the unlikely case of

sieurs modifications successives entraînant changement de la loi, chacune de ces modifications « crée » une « ancienne » et une « nouvelle » loi. Cependant, les règles protectrices des articles 7(4) et (5) s'appliquent même à l'encontre d'une nouvelle loi « ultérieure ». Ainsi, dans le cas de deux modifications successives entraînant changement de la loi, ayant pour conséquence l'application successive des lois A, B et C, une sûreté opposable en vertu de la loi A est protégée par l'article 7(4), dans une procédure d'insolvabilité par exemple, non seulement vis-à-vis du changement en faveur de la loi B mais aussi du changement ultérieur en faveur de la loi C.

IV. Article 7(3) – Règle générale : applicabilité de la « nouvelle » loi

7-15 L'article 7(3) expose la règle générale : la « nouvelle loi » régit toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) sauf si l'une des exceptions du paragraphe 4 s'applique.

Exemple 7-4

Un intermédiaire organisé selon la loi du Luxembourg et son client concluent une convention de compte. La convention de compte prévoit expressément que toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) sont régies par la loi de la Ruritanie. L'intermédiaire a un établissement conforme en Ruritanie au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable. Le titulaire de compte constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités à celui-ci au bénéfice d'une banque organisée selon la loi anglaise. La banque, bénéficiaire de la garantie, rend la sûreté opposable selon la loi de la Ruritanie par un moyen n'entraînant pas de crédit des titres sur son compte de titres. Par la suite, l'intermédiaire et son client modifient la convention de compte de sorte qu'elle prévoit expressément que toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) sont régies par la loi d'Utopie. L'intermédiaire avait un établissement conforme en Utopie au moment de la modification. Le titulaire de compte constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités à celui-ci au bénéfice d'un bailleur de fonds organisé selon la loi française. Ce bailleur de fonds, bénéficiaire de la garantie, rend la sûreté opposable conformément à la loi d'Utopie par un moyen n'entraînant pas de crédit des titres sur son compte de titres. Par la suite, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la sûreté de la banque a priorité sur la sûreté du bailleur de fonds. L'article 7 s'applique à cette situation parce que l'intermédiaire au Luxembourg et son client ont modifié la clause d'élection de droit de la convention de compte. La conséquence de cette modification est que la loi applicable déterminée par la Convention pour régir toutes les questions de l'article 2(1) est passée de la loi de la Ruritanie à la loi d'Utopie, et la nouvelle loi (loi d'Utopie) a été déterminée en vertu de l'article 4(1). En application de la règle générale de l'article 7(3), la nouvelle loi (loi d'Utopie) détermine la priorité de ces sûretés. Aucune des exceptions de l'article 7(4) ne s'applique (à noter dans cet exemple que l'une des sûretés est née après le changement de la loi applicable). Le fait que la nouvelle loi (loi d'Utopie) régisse la question de priorité ne signifie pas nécessairement que la sûreté du bailleur de fonds aura priorité sur la sûreté de la banque. L'issue de cette question dépend de la teneur de la nouvelle loi matérielle (loi d'Utopie).

V. Article 7(4) – Exceptions : applicabilité de « l'ancienne loi »

7-16 L'article 7(4) dispose que l'ancienne loi continue de régir les *questions suivantes* à l'égard d'un droit portant sur des titres crédités à un compte de titres et *acquis avant* le changement de la loi par une *personne protégée*, c'est-à-dire une personne autre qu'une personne ayant consenti au changement de la loi :

(a) celle de savoir si le droit existe (art. 7(4)(a)) ;

(b) celle de savoir si la personne ayant acquis le droit a accompli les formalités nécessaires pour rendre le transfert en vertu duquel il a été acquis opposable à l'encontre de personnes qui ne sont pas parties à ce transfert (art. 7(4)(a)) ;

(c) la nature juridique et les effets de ce droit à l'égard de l'intermédiaire pertinent et de toute partie à un transfert de ces titres effectué *avant* le changement de la loi (art. 7(4)(b)(i)) ;

(d) la nature juridique et les effets de ce droit à l'égard d'une personne saisissant les titres *après* le changement de la loi (art. 7(4)(b)(ii)). Il est clair qu'à l'égard d'une saisie survenant *avant* le changement de la loi, l'ancienne loi s'applique ;

(e) toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard d'un administrateur d'insolvabilité dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité ouverte *après* le changement de la loi (art. 7(4)(b)(iii)). La limitation aux questions « à l'égard d'un administrateur d'insolvabilité » évite le chevauchement avec des questions traitées dans des alinéas précédents ; et

(f) la priorité de droits en concours dont un ou plusieurs sont nés avant le changement de la loi, sous réserve du remplacement éventuel de cette priorité par application de la nouvelle loi à la priorité d'un droit qui est né en vertu de l'ancienne loi, et qui n'a pas été rendu opposable en vertu de l'ancienne loi, mais est rendu par la suite opposable en vertu de la nouvelle loi (art. 7(5)).

7-17 L'article 7(4) ne s'applique pas aux transferts réalisés *après* un changement de la loi. Ainsi, il *ne préserve pas* l'ancienne loi pour régir la question de savoir si un droit portant sur des titres acquis par une personne *avant* un changement de la loi a priorité sur le droit d'une autre personne acquis *après* le changement de la loi, même si la personne bénéficiaire du transfert est une personne ayant consenti au changement de la loi. La question doit être tranchée selon la nouvelle loi (art. 7(3)).

7-18 Les mots introductifs de l'article 7(4) précisent que les dispositions des différents sous paragraphes *ne préservent pas* l'ancienne loi pour régir une question qui y est mentionnée à l'égard d'un droit portant sur des titres acquis avant un changement de la loi réalisé par une personne ayant *consenti* à ce changement de la loi. Outre les parties à une convention de compte, les tiers aussi peuvent consentir à un changement de la loi particulier (par ex., un bénéficiaire d'une sûreté dont le consentement au changement de la loi a été obtenu par le titulaire de compte ou l'intermédiaire pertinent avant ou après le changement de la loi). Le consentement élimine tout besoin de protection. Ainsi, le bénéficiaire d'une sûreté rendue opposable sans enregistrement en vertu de l'ancienne loi peut, en consentant à un changement de la loi, courir le risque que la sûreté ne soit pas opposable après le changement de la loi pour cause de défaut d'enregistrement ou que le changement de la loi entraîne une perte de rang à l'égard d'autres créanciers bénéficiaires de garantie ayant acquis leurs sûretés avant le changement de la loi. A l'égard du droit de

several successive triggering amendments, each of these amendments "creates" an "old" and a "new" law. However, the protective rules of Article 7(4) and (5) apply even against a "later" new law. Thus, in the case of two successive triggering amendments, as a result of which laws A, B and C successively apply, a security interest perfected under law A is protected by Article 7(4), for example in insolvency proceedings, not only vis-à-vis the change to law B but also the later change to law C.

IV. Article 7(3) – General rule: Applicability of the 'new' law

7-15 Article 7(3) states the general rule: the 'new law' governs all the issues specified in Article 2(1) unless one of the exceptions in paragraph 4 applies.

Example 7-4

An intermediary organised under the laws of Luxembourg and its customer enter into an account agreement. The account agreement expressly provides that all the issues specified in Article 2(1) are governed by Ruritanian law. The intermediary had a Qualifying Office in Ruritania at the time the governing law agreement was made. The account holder grants a security interest in the securities account and all the securities credited to the account to a bank organised under English law. The collateral taking bank perfects the security interest in accordance with Ruritanian law by a method that does not result in a credit of the securities to its securities account. Later, the intermediary and its customer amend the account agreement so that it expressly provides that all the issues specified in Article 2(1) are governed by Utopian law. The intermediary had a Qualifying Office in Utopia at the time of the amendment. The account holder grants a security interest in the securities account and all the securities credited to the account to a lender organised under French law. The collateral taking lender perfects the security interest in accordance with Utopian law by a method that does not result in a credit of the securities to its securities account. Later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the security interest of the bank has priority over the security interest of the lender. Article 7 applies to this situation because the Luxembourg intermediary and its customer amended the governing law provision of the account agreement, the consequence of that amendment was that the applicable law determined by the Convention to govern all the Article 2(1) issues changed from Ruritanian law to Utopian law, and the new law (Utopian law) was determined under Article 4(1). Pursuant to the general rule in Article 7(3), the new law (Utopian law) determines the priority of these security interests; none of the exceptions in Article 7(4) applies (note that in this example, one of the security interests arose after the change of law). The fact that the new law (Utopian law) governs the priority issue does not necessarily mean that the security interest of the lender will have priority over the security interest of the bank. The outcome of that question depends on the content of the new substantive law (Utopian law).

V. Article 7(4) – Exceptions: Applicability of the 'old' law

7-16 Article 7(4) provides that the old law continues to govern the *following issues* with respect to an interest in securities credited to a securities account and which was *acquired before* the change of law by a *protected person*, that is, a person other than a person who consented to the change of law:

(a) whether the interest exists (Art. 7(4)(a));

(b) whether the person who acquired the interest completed the steps necessary to render the disposition by which it acquired the interest effective against persons who are not parties to that disposition (Art. 7(4)(a));

(c) the legal nature and effects of the interest against the relevant intermediary and any party to a disposition of those securities made *before* the change of law (Art. 7(4)(b)(i));

(d) the legal nature and effects of the interest against a person who attaches the securities *after* the change of law (Art. 7(4)(b)(ii)); clearly, as against an attachment occurring *before* the change of law, the old law applies;

(e) all the Article 2(1) issues with respect to an insolvency administrator in an insolvency proceeding opened *after* the change of law (Art. 7(4)(b)(iii)); the restriction to issues "with respect to the insolvency administrator" avoids overlapping with issues dealt with in earlier sub-paragraphs; and

(f) the priority of competing interests, any one or more of which arose before the change of law, subject to the possible displacement of that priority by application of the new law to the priority of an interest that arose under the old law, was not perfected under the old law but subsequently is perfected under the new law (Art. 7(5)).

7-17 Article 7(4) does not apply to dispositions made *after* a change of law. Thus, it does *not* preserve the old law to govern whether an interest in securities acquired by a person *before* a change of law has priority over the interest of another person acquired by a disposition made *after* the change of law, even if the person receiving the disposition is a person who consented to the change of law. The matter is to be decided by the new law (Art. 7(3)).

7-18 The opening words of Article 7(4) make clear that the rules in its sub-paragraphs do *not* preserve the old law to govern any of the issues specified therein with respect to any interest in securities acquired before a change of law was made by a person who *consented* to that change of law. In addition to the parties to an account agreement, third parties too may consent to a particular change of law (*e.g.*, a secured party whose consent to the change of law was obtained by the account holder or the relevant intermediary before or after the change of law). Consent eliminates any need for protection. Thus, the holder of a security interest perfected without registration under the old law, may, by consenting to a change of law, run the risk that the interest will not be perfected after the change of law for want of registration or that the change of law will result in a loss of rank with respect to other secured parties who acquired their secured interests before the change of law. With respect to the interest of any consenting party,

Goode, Kanda and Kreuzer Report

toute partie consentante, la règle générale de l'article 7(3) s'applique (c'est-à-dire que la nouvelle loi régit toutes les questions de l'art. 2(1)), sauf dans la mesure où l'article 7(4) s'applique lorsque le droit de la partie en concours est celui d'une personne protégée. Si l'article 7(4) s'applique à l'égard de ce droit concurrent, l'ancienne loi régit toutes les questions mentionnées dans la catégorie pertinente de l'article 7(4), même s'il est en concours avec le droit d'une personne ayant consenti au changement de la loi (sous réserve toutefois de la règle de l'art. 7(5)).

7-19 L'article 7(4)(a) dispose que l'existence d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire né avant le changement de la loi n'est pas affecté par le changement, de même que l'opposabilité (voir le commentaire de l'art. 1(1)(i) aux para. 1-20 et 1-21) d'un transfert effectué avant le changement. Cependant, si l'opposabilité d'un droit acquis avant le changement de la loi est maintenue après le changement de la loi, il pourra être nécessaire, du fait des articles 7(4)(c) et 7(5), pour le titulaire de ce droit, de prendre certaines mesures afin de préserver la priorité à l'égard de droits concurrents nés avant le changement de la loi.

7-20 L'article 7(4)(b) prévoit une règle semblable à celle de l'alinéa (a) pour des cas particuliers.

7-21 Comme certains systèmes juridiques considèrent une saisie de titres ou l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité comme équivalant à un transfert ou entraînant des effets semblables, les alinéas 4(b)(ii) et (iii) empêchent que de tels faits aient les effets d'un transfert postérieur au changement au regard de l'article 7, avec la conséquence éventuelle du déclenchement de l'applicabilité de la nouvelle loi. Ainsi, l'ancienne loi continue de déterminer la nature juridique et les effets, y compris la priorité, d'un droit antérieur au changement portant sur des titres d'une « personne protégée » même à l'égard d'une personne saisissant les titres *après* le changement de loi. De même, l'ancienne loi continue de déterminer, à l'égard d'un droit d'une personne protégée antérieur au changement, toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard d'un administrateur d'insolvabilité dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité ouverte *après* le changement de la loi. Ceci signifie que l'administrateur d'insolvabilité n'a pas la possibilité d'attaquer en vertu de la nouvelle loi l'existence ou l'opposabilité d'un droit né ou rendu opposable avant le changement de la loi. Ces dispositions assurent que les relations entre le titulaire d'un droit rendu opposable avant le changement de la loi et des créanciers saisissant après le changement, ainsi que des créanciers dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité ouverte après le changement, seront régies par l'ancienne loi en dépit du changement de la loi. Indépendamment du changement de la loi, bien entendu, le droit rendu opposable avant le changement de la loi peut être subordonné ou écarté du fait de règles d'insolvabilité relatives au rang de priorité des créances ou aux règles relatives à la nullité (voir art. 8).

7-22 L'article 7(4)(c) traite de l'applicabilité de l'ancienne loi aux questions de priorité entre droits nés avant le changement de la loi. Les questions de priorité entre les droits de personnes protégées nés avant le changement de la loi sont régies par l'ancienne loi, sous réserve de l'article 7(5). A l'article 7(4)(c), le terme « nés » doit être compris comme signifiant « opposables » parce qu'une question de priorité présuppose l'efficacité des sûretés à l'égard des tiers.

7-23 En général la nouvelle loi n'affecte pas le rang de priorité *inter se* de personnes qui n'ont pas consenti au changement de la loi. S'il existe plusieurs sûretés antérieures au changement et que certains des bénéficiaires de ces sûretés ont consenti au changement de la loi alors que d'autres ne l'ont pas fait, les règles de priorité de la nouvelle loi ne s'appliquent qu'aux litiges entre les bénéficiaires de sûretés ayant consenti. Les règles de priorité de l'ancienne loi s'appliqueront aux litiges entre, d'une part, une ou plusieurs parties ayant consenti, et, d'autre part, une ou plusieurs parties n'ayant pas consenti.

Exemple 7-5

Un intermédiaire organisé selon la loi allemande et son client concluent une convention de compte prévoyant expressément que toutes les questions de l'article 2(1) seront régies par la loi de la Ruritanie. L'intermédiaire avait un établissement conforme en Ruritanie au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable. Divers titres sont crédités sur le compte. Par la suite, le titulaire de compte nantit la totalité des titres le jour 1 en faveur d'une banque française, puis, le jour 2, en faveur d'une banque anglaise et, le jour 3, en faveur d'une banque italienne. Toutes les banques rendent opposable, dans le même ordre, leur sûreté conformément à la loi de la Ruritanie par un moyen qui n'entraîne pas de crédit des titres sur le compte de titres des banques bénéficiaires de la sûreté. Par la suite, l'intermédiaire allemand et son client modifient la convention de compte de sorte qu'elle prévoit expressément que toutes les questions de l'article 2(1) sont régies par la loi d'Utopie, et l'intermédiaire avait un établissement conforme en Utopie au moment de la conclusion de la modification de la loi applicable. Les banques française et italienne consentent à la modification. La banque anglaise ne le fait pas. Par la suite, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, une question de priorité survient entre les trois banques. La priorité entre, d'une part, la banque anglaise, et, d'autre part, les banques française et italienne, est déterminée en vertu de la loi ancienne (de la Ruritanie). La priorité entre les banques française et italienne est déterminée en vertu de la nouvelle loi (d'Utopie).

7-24 Cependant, si certains *transferts* des mêmes titres se produisent avant le changement de la loi et d'autres se produisent après le changement de la loi, en vertu de l'article 7(3) la nouvelle loi régit la priorité relative de *tous* les droits (sauf si les art. 7(4)(c) et (5) en disposent autrement). Ceci suppose naturellement qu'aucun des transferts n'implique un transfert de titres d'un compte de titres vers un autre (voir le para. 7-1).

Exemple 7-6

Un intermédiaire et son client concluent une convention de compte. La convention de compte prévoit expressément que toutes les questions de l'article 2(1) sont régies par la loi de la Ruritanie. L'intermédiaire avait un établissement conforme en Ruritanie au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable. Le titulaire de compte constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités à celui-ci. Le bénéficiaire de la sûreté rend la sûreté opposable conformément à la loi de la Ruritanie par un moyen n'entraînant pas de crédit des titres sur son compte de titres. Par la suite, l'intermédiaire et son client modifient la convention de compte de sorte qu'elle prévoit expressément que toutes les questions de l'article 2(1) sont régies par la loi d'Utopie. L'intermédiaire avait un établissement conforme en Utopie au moment de la modification. Le bénéficiaire de la sûreté n'a pas consenti à la modification. Ultérieurement, un créancier chirographaire du titulaire de compte obtient une ordonnance judiciaire saisissant tous les titres crédités sur le compte de titres. Plus tard encore, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, les questions sont (i) de savoir si la sûreté existe et a été rendue opposable ; et (ii) la nature juridique et les effets (y com-

the general rule of Article 7(3) applies (*i.e.*, the new law governs all the Art. 2(1) issues), except to the extent Article 7(4) applies when the competing party's interest is that of a protected person. If Article 7(4) applies with respect to that competing interest, the old law governs all the issues specified in the relevant category of Article 7(4), even when it competes with an interest of a person who consented to the change of law (subject, however, to the rule in Art. 7(5)).

7-19 Article 7(4)(a) provides that the existence of an interest in securities held with an intermediary that arose before the change of law is unaffected by the change, as well as the perfection (see commentary to Art. 1(1)(i) in paras. 1-20 and 1-21) of a disposition made prior to the change. However, while the perfected status of the interest acquired before the change of law continues after the change of law, it may be necessary by reason of Articles 7(4)(c) and 7(5) for the holder of that interest to take some action in order to preserve priority against a competing interest that arose before the change of law.

7-20 Article 7(4)(b) provides a rule similar to that in sub-paragraph (a) in specific situations.

7-21 Since some legal systems regard an attachment of securities or the opening of insolvency proceedings as equivalent to a disposition or as a process with similar effects, paragraphs 4(b)(ii) and (iii) prevent such events from being given the effect of a post-change disposition for purposes of Article 7 with the consequent possible effect of triggering the applicability of the new law. Thus, the old law continues to determine the legal nature and effects, including priority, of a pre-change interest in securities of a 'protected person' even against a person who attaches the securities *after* the change of law. Likewise, the old law continues to determine, with respect to a pre-change interest of a protected person, all the Article 2(1) issues with reference to an insolvency administrator in an insolvency proceeding opened *after* the change of law. This means that it is not open to the insolvency administrator to attack under the new law the existence or the perfection of an interest created or perfected before the change of law. These provisions ensure that the relations between a holder of an interest perfected before the change of law and creditors who attach after the change as well as creditors in insolvency proceedings that are commenced after the change, will be governed by the old law in spite of the change of law. Unrelated to the change of law, of course, the interest perfected before the change of law may be subordinated or set aside because of rules of insolvency relating to the ranking of claims or rules relating to avoidance (see Art. 8).

7-22 Article 7(4)(c) deals with the applicability of the old law to priority issues as between interests that arose before the change of law. Priority issues as between the interests in securities of protected persons which arose before the change of law are governed by the old law, subject to Article 7(5). In Article 7(4)(c) the term "arose" is to be understood as "perfected" because a priority issue presupposes the effectiveness of the security interests against third parties.

7-23 The new law generally does not affect the priority status *inter se* of persons who did not consent to the change of law. Where there are several pre-change security interests and some of the secured parties consented to the change of law while others did not, the priority rules of the new law apply only to disputes among the secured parties who did consent; the priority rules of the old law will apply to disputes between one or more parties who consented, on the one hand, and one or more parties who did not consent, on the other.

Example 7-5

An intermediary organised under the laws of Germany and its customer enter into an account agreement expressly providing that all the Article 2(1) issues are governed by Ruritanian law. The intermediary had a Qualifying Office in Ruritania at the time the governing law agreement was made. The account is credited with various securities. Subsequently the account holder pledges all the securities on Day 1 to a French bank and later, on Day 2, to an English bank and, on Day 3, to an Italian bank. All banks perfect, in the same order, the security interest in accordance with Ruritanian law by a method that does not result in a credit of the securities to the securities account of the collateral taking banks. Later, the German intermediary and its customer amend the account agreement so that it expressly provides that all the Article 2(1) issues are governed by Utopian law, and the intermediary had a Qualifying Office in Utopia at the time of the governing law amendment was made. French and Italian bank consent to the amendment, English bank does not. Later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, a priority dispute arises among the three banks. The priority between English bank, on the one hand, and French and Italian bank, on the other, is determined under the old (Ruritanian) law. The priority between French bank and Italian bank is determined under the new (Utopian) law.

7-24 However, if some *dispositions* of the same securities occur before the change of law and others occur after the change of law, by virtue of Article 7(3) the new law governs the relative priority of *all* the interests (except as otherwise provided in Arts. 7(4)(c) and (5)). This assumes, of course, that none of the dispositions involves a transfer of securities from one securities account to another (see para. 7-1).

Example 7-6

An intermediary and its customer enter into an account agreement. The account agreement expressly provides that all the Article 2(1) issues are governed by Ruritanian law. The intermediary had a Qualifying Office in Ruritania at the time the governing law agreement was made. The account holder grants a security interest in the securities account and all the securities credited to the account. The secured party perfects the security interest in accordance with Ruritanian law by a method that does not result in a credit of the securities to its securities account. Later, the intermediary and its customer amend the account agreement so that it expressly provides that all the Article 2(1) issues are governed by Utopian law. The intermediary had a Qualifying Office in Utopia at the time of the amendment. The secured party did not consent to the amendment. Still later, an unsecured creditor of the account holder obtains a judicial order attaching all the securities credited to the securities account. Still later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issues are (i) whether the security interest exists and is perfected; and (ii) the legal nature and effects (including the priority)

pris la priorité) de la sûreté à l'égard du créancier saisissant. L'ancienne loi (de la Ruritanie) détermine toutes ces questions parce que le bénéficiaire de la sûreté n'a pas consenti au changement de la loi et, à l'égard de la question (i), en application de l'article 7(4)(a), et à l'égard de la question (ii), en vertu de l'article 7(4)(b)(ii).

Exemple 7-7

Un intermédiaire et son client concluent une convention de compte. La convention de compte prévoit expressément que toutes les questions de l'article 2(1) sont régies par la loi de la Ruritanie. L'intermédiaire avait un établissement conforme en Ruritanie au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable. Le titulaire de compte constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités à celui-ci. Le bénéficiaire de la sûreté rend la sûreté opposable conformément à la loi de Ruritanie par un moyen n'entraînant pas de crédit des titres sur son compte de titres. Par la suite, l'intermédiaire et son client modifient la convention de compte de sorte qu'elle prévoit expressément que toutes les questions de l'article 2(1) sont régies par la loi d'Utopie. L'intermédiaire avait un établissement conforme en Utopie au moment de la modification. Le bénéficiaire de la sûreté n'a pas consenti à la modification. Ultérieurement, le titulaire de compte devient insolvable. Plus tard encore, dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir quelle loi régit toutes les questions de l'article 2(1) à l'égard des droits du bénéficiaire de la sûreté par rapport à ceux de l'administrateur d'insolvabilité. Sous réserve de l'article 8, l'ancienne loi (de la Ruritanie) régit toutes ces questions (y compris le rang de priorité du droit du bénéficiaire de la sûreté par rapport à celui de l'administrateur d'insolvabilité), parce que le bénéficiaire de la sûreté n'a pas consenti au changement de loi et à cause de l'article 7(4)(b)(iii).

Exemple 7-8

Un intermédiaire et son client concluent une convention de compte. La convention de compte prévoit expressément que toutes les questions de l'article 2(1) sont régies par la loi de la Ruritanie. L'intermédiaire avait un établissement conforme en Ruritanie au moment de la conclusion de la convention de compte. Le titulaire de compte constitue, en faveur du bénéficiaire de garantie A (le bénéficiaire A), une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités à celui-ci. Le bénéficiaire A rend la sûreté opposable conformément à la loi de la Ruritanie par un moyen n'entraînant pas de crédit des titres sur son compte de titres. Par la suite, le titulaire de compte constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités à celui-ci au bénéfice du bénéficiaire B. Le bénéficiaire B rend la sûreté opposable conformément à la loi de la Ruritanie par un moyen n'entraînant pas de crédit des titres sur son compte de titres. Ultérieurement, l'intermédiaire et son client modifient la convention de compte de sorte qu'elle prévoit expressément que toutes les questions de l'article 2(1) sont régies par la loi d'Utopie. L'intermédiaire avait un établissement conforme en Utopie au moment de la modification. Ni le bénéficiaire A ni le bénéficiaire B ne consentent à la modification. Plus tard encore, le titulaire de compte constitue, en faveur du bénéficiaire de garantie C (le bénéficiaire C), une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités à celui-ci. Le bénéficiaire C rend la sûreté opposable conformément au droit d'Utopie par un moyen n'entraînant pas de crédit des titres sur son compte de titres. Ultérieurement encore, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, les questions sont de savoir (i) si la sûreté du bénéficiaire A est prioritaire sur la sûreté du bénéficiaire B ; et (ii) si les sûretés des bénéficiaires A et B sont prioritaires sur la sûreté du bénéficiaire C. L'ancienne loi (loi de la Ruritanie) détermine la question (i) parce que les deux sûretés sont nées avant le changement de la loi, aucun des bénéficiaires des sûretés n'a consenti au changement et à cause de l'article 7(4)(c) ; la nouvelle loi (loi d'Utopie) régit la question (ii) parce que le droit du bénéficiaire C est né après le changement de la loi et, du fait de l'article 7(3), la nouvelle loi régit toutes les questions de l'article 2(1) (et aucune des exceptions de l'art. 7(4) ne s'applique).

VI. Article 7(5) – Questions de priorité

7-25 L'article 7(5) dispose que, nonobstant l'article 7(4)(c), la nouvelle loi régit la priorité d'un droit né sous l'ancienne loi, qui n'a pas été rendu opposable selon l'ancienne loi mais est par la suite rendu opposable en vertu de la nouvelle loi. Ainsi, par l'introduction de l'exception (art. 7(5)) à l'exception (art. 7(4)), la règle générale (c'est-à-dire l'application de la nouvelle loi (art. 7(3)) s'applique. L'article 7(5) s'applique uniquement dans le cas de sûretés créées en vertu de l'ancienne loi entre les parties seulement, mais rendues par la suite opposables en vertu de la nouvelle loi. La question de savoir si la priorité doit être régie par la loi ancienne ou nouvelle ne survient que dans cette situation de « chevauchement » (voir l'exemple 7-9). Lorsqu'une sûreté est rendue opposable en vertu de l'ancienne loi, une réitération de cette opposabilité en vertu de la nouvelle loi (qu'elle survienne avant ou après le changement de loi) ne déclenche pas l'applicabilité de la nouvelle loi (voir l'exemple 7-10). Comme dans de tels cas toutes les sûretés ont été rendues opposables avant le changement de la loi, l'ordre de priorité de ces sûretés est régi par l'ancienne loi. Cette lecture est conforme à la formulation de l'article 7(5) (« un droit né sous l'ancienne loi *mais* qui a été rendu opposable en vertu de la nouvelle loi ») qui à l'égard d'une sûreté oppose clairement « né » (sous l'ancienne loi) et « rendu opposable » (en vertu de la nouvelle loi). Cette lecture protège également la sécurité juridique apportée par l'article 7(4)(c) des atteintes d'un preneur de garantie qui déclencherait, par une réitération superfétatoire des mesures d'opposabilité, l'applicabilité de la nouvelle loi en sa faveur.

Exemple 7-9

Un intermédiaire organisé selon la loi du Luxembourg et son client, société constituée selon les lois de l'état de New York, concluent une convention de compte. La convention de compte prévoit expressément que toutes les questions de l'article 2(1) sont régies par la loi de la Ruritanie. L'intermédiaire avait un établissement conforme en Ruritanie au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable. Le titulaire de compte constitue, en faveur du bénéficiaire de garantie A (le bénéficiaire A), une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités à celui-ci. Le bénéficiaire A rend la sûreté opposable conformément à la loi de la Ruritanie par un moyen n'entraînant pas de crédit des titres sur son compte de titres. Par la suite, le titulaire de compte constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités à celui-ci au bénéfice du bénéficiaire B. Le bénéficiaire B, contrairement au bénéficiaire A, ne rend pas la sûreté opposable conformément à la loi de la Ruritanie. Ultérieurement, l'intermédiaire et son client modifient la convention de compte de sorte qu'elle prévoit expressément que toutes les questions de l'article 2(1) sont régies par la loi d'Utopie. L'intermédiaire avait un établissement conforme en Utopie au moment de la modification. Ni le bénéficiaire A ni le

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

of the security interest against the attaching creditor. The old law (Ruritanian law) determines all of these issues because the secured party did not consent to the change of law and, with respect to issues (i) because of Article 7(4)(a) and, with respect to issue (ii), because of Article 7(4)(b)(ii).

Example 7-7

An intermediary and its customer enter into an account agreement. The account agreement expressly provides that all the Article 2(1) issues are governed by Ruritanian law. The intermediary had a Qualifying Office in Ruritania at the time the governing law agreement was made. The account holder grants a security interest in the securities account and all the securities credited to the account. The secured party perfects the security interest in accordance with Ruritanian law by a method that does not result in a credit of the securities to its securities account. Later, the intermediary and its customer amend the account agreement so that it expressly provides that all the Article 2(1) issues are governed by Utopian law. The intermediary had a Qualifying Office in Utopia at the time of the amendment. The secured party did not consent to the amendment. Still later, the account holder becomes insolvent. Still later, in an insolvency proceeding in a State where the Convention is in force, the question is which law governs all the Article 2(1) issues with respect to the interest of the secured party vis-à-vis that of the insolvency administrator. Subject to Article 8, the old law (Ruritanian law) governs all of these issues (including the priority of the interest of the secured party vis-à-vis that of the insolvency administrator), because the secured party did not consent to the change of law and because of Article 7(4)(b)(iii).

Example 7-8

An intermediary and its customer enter into an account agreement. The account agreement expressly provides that all the Article 2(1) issues are governed by Ruritanian law. The intermediary had a Qualifying Office in Ruritania at the time the account agreement was entered into. The account holder grants to secured party A (SP-A) a security interest in the securities account and all the securities credited to the account. SP-A perfects the security interest in accordance with Ruritanian law by a method that does not result in a credit of the securities to its securities account. Later, the account holder grants a security interest in the securities account and all the securities credited to the account to SP-B. SP-B perfects the security interest in accordance with Ruritanian law by a method that does not result in a credit of the securities to its securities account. Still later, the intermediary and its customer amend the account agreement so that it expressly provides that all the Article 2(1) issues are governed by Utopian law. The intermediary had a Qualifying Office in Utopia at the time of the amendment. Neither SP-A nor SP-B consented to the amendment. Still later, the account holder grants to secured party C (SP-C) a security interest in the securities account and all the securities credited to the account. SP-C perfects the security interest in accordance with Utopian law by a method that does not result in a credit of the securities to its securities account. Still later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issues are (i) whether SP-A's security interest has priority over SP-B's security interest; and (ii) whether SP-A's and SP-B's security interests have priority over SP-C's security interest. The old law (Ruritanian law) determines issue (i) because both of the security interests arose before the change of law, neither secured party consented to the amendment and because of Article 7(4)(c); the new law (Utopian law) determines issue (ii) because the interest of SP-C arose after the change of law and, pursuant to Article 7(3), the new law governs all the Article 2(1) issues (and none of the exceptions in Art. 7(4) applies).

VI. Article 7(5) – Priority issues

7-25 Article 7(5) provides that, notwithstanding Article 7(4)(c), the new law governs the priority of an interest that arose under the old law, was not perfected under the old law but subsequently is perfected under the new law. Thus, by introducing the exception (Art. 7(5)) to the exception (Art. 7(4)), the general rule (*i.e.*, application of the new law, Art. 7(3)) applies. Article 7(5) applies solely in the case of security interests that were created under the old law merely between the parties, but subsequently are perfected under the new law. The question whether the old or the new law should govern the priority issue only arises in such "overlapping" cases (see Example 7-9). Where a security interest is perfected under the old law a repetition of such a perfection under the new law (may it occur before or after the change of law) does not trigger the applicability of the new law (see Example 7-10). As in such cases all security interests were perfected before the change of law the ranking of these security interests is governed by the old law. This reading is in conformity with the wording of Article 7(5) ("an interest that arose under the old law *but* is perfected under the new law"), which, in relation to a security interest, clearly opposes "arose" (under the old law) and "is perfected" (under the new law). This reading also prevents the legal security provided by Article 7(4)(c)) from being undermined by a collateral taker who triggers, by a repetitious perfection, the applicability of the new law in its favour.

Example 7-9

An intermediary organised under the laws of Luxembourg and its customer, a corporation incorporated under the laws of the State of New York, enter into an account agreement. The account agreement expressly provides that all the Article 2(1) issues are governed by Ruritanian law. The intermediary had a Qualifying Office in Ruritania at the time the governing law agreement was made. The account holder grants to secured party A (SP-A) a security interest in the securities account and all the securities credited to the account. SP-A perfects the security interest in accordance with Ruritanian law by a method that does not result in a credit of the securities to its securities account. Later, the account holder grants to SP-B a security interest in the securities account and all the securities credited to the account. SP-B, unlike SP-A, does not perfect the security interest in accordance with Ruritanian law. Still later, the intermediary and its customer amend the account agreement so that it expressly provides that all the Article 2(1) issues are governed by Utopian law. The intermediary had a Qualifying Office in Utopia at the time of the amendment. Neither SP-A nor SP-B consented

Goode, Kanda and Kreuzer Report

bénéficiaire B ne consentent à la modification. Ultérieurement, le bénéficiaire B rend la sûreté opposable conformément à la loi d'Utopie. Plus tard encore, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la nouvelle loi (loi d'Utopie) ou l'ancienne loi (loi de la Ruritanie) régit la priorité de la sûreté du bénéficiaire B par rapport à la sûreté du bénéficiaire A. La nouvelle loi (loi d'Utopie) régit la question de priorité parce que l'article 7(5) est applicable car la sûreté du bénéficiaire B (qui est née entre les parties mais n'a pas été rendue opposable en vertu de l'ancienne loi) n'a été rendue opposable qu'en vertu de la nouvelle loi.

Exemple 7-10

Un intermédiaire organisé selon la loi du Luxembourg et son client, société constituée selon les lois de l'état de New York, concluent une convention de compte. La convention de compte prévoit expressément que toutes les questions de l'article 2(1) sont régies par la loi de la Ruritanie. L'intermédiaire avait un établissement conforme en Ruritanie au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable. Le titulaire de compte constitue, en faveur du bénéficiaire de garantie A (le bénéficiaire A), une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités à celui-ci. Le bénéficiaire A rend la sûreté opposable conformément à la loi de la Ruritanie par un moyen n'entraînant pas de crédit des titres sur son compte de titres. Par la suite, le titulaire de compte constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités à celui-ci au bénéfice du bénéficiaire B. Le bénéficiaire B rend la sûreté opposable de la même manière que le bénéficiaire A. Toutefois, le bénéficiaire B procède en outre à un dépôt public auprès du bureau d'enregistrement d'Utopie. Ultérieurement, l'intermédiaire et son client modifient la convention de compte de sorte qu'elle prévoit expressément que toutes les questions de l'article 2(1) sont régies par la loi d'Utopie. L'intermédiaire avait un établissement conforme en Utopie au moment de la modification. Ni le bénéficiaire A ni le bénéficiaire B ne consentent à la modification. Plus tard encore, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la nouvelle loi (loi d'Utopie) ou l'ancienne loi (loi de la Ruritanie) régit la priorité de la sûreté du bénéficiaire B par rapport à la sûreté du bénéficiaire A. Comme les deux sûretés non seulement sont nées entre les parties mais ont été rendues opposables avant la modification entraînant changement de la loi, l'ancienne loi (loi de la Ruritanie) régit la question de priorité puisque l'article 7(4)(c) est applicable dès lors que l'on n'est pas en présence d'un droit de sûreté qui n'aurait pas été rendu opposable. Indépendamment du fait que la loi matérielle d'Utopie reconnaît ou non une opposabilité anticipée (c'est-à-dire une opposabilité obtenue avant que la loi d'Utopie ne devienne applicable) du fait du dépôt, une mesure d'opposabilité réitérée en vertu de la nouvelle loi d'une sûreté rendue opposable précédemment (sous l'ancienne loi) reconnue par la nouvelle loi ne saurait déclencher l'applicabilité de l'article 7(5). Il en est de même lorsque la réitération des mesures d'opposabilité a lieu avant le changement de la loi résultant de la modification entraînant changement de la loi. Dans le cas contraire, la certitude juridique qui constitue l'objet de l'article 7(4)(c) pourrait facilement être affaiblie.

***Article 8** Insolvabilité*

1. Nonobstant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité, la loi applicable en vertu de la présente Convention régit toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) en rapport avec tout évènement intervenu avant l'ouverture de cette procédure.

2. La présente Convention ne porte pas atteinte à l'application de toute règle de droit matériel ou de procédure en matière d'insolvabilité, telle que celle relative :

a) au rang des catégories de créances ou à la nullité d'un transfert effectué au mépris des règles sur la période suspecte ou effectué en fraude des droits des créanciers ; ou

b) à l'exercice de droits à compter de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité.

I. Introduction

8-1 L'article 8 traite de la question des conséquences de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité pour « tout événement » ayant trait à des titres détenus auprès d'un intermédiaire survenant avant l'ouverture de cette procédure d'insolvabilité. A l'exception d'une vente pure et simple, le plus important de ces événements est la constitution d'une sûreté (par ex., un nantissement) dont les effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers sont régis par la loi applicable en vertu de la Convention (loi de la Convention). L'article 8 a pour objet d'assurer que les droits antérieurs à l'insolvabilité régulièrement créés et rendus opposables en vertu de la loi de la Convention sont respectés en tant que tels dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité (art. 8(1)), mais que ces droits ne sont pas de ce fait exonérés des règles générales relatives à l'insolvabilité (art. 8(2) par ex., en ce qui concerne le rang de priorité des créances, l'exécution forcée de droits, la protection contre les transferts effectués en période suspecte ou les opérations en fraude aux droits des créanciers). Ainsi l'objet fondamental de la Convention, qui est de conférer une certitude préalable en ce qui concerne la loi régissant toutes les questions de l'article 2(1), et notamment la constitution et l'opposabilité des sûretés, est maintenu dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité. En même temps, la *lex concursus* est préservée. L'article 8 fixe ainsi les limites entre la loi de la Convention (*lex causae*) et les dispositions régissant l'insolvabilité (*lex concursus*). La Convention ne comporte aucune règle pour déterminer la *lex concursus*. Elle prescrit uniquement à l'article 8(1) que celle-ci, quelle que soit la manière dont elle est déterminée, doit reconnaître les situations juridiques nées en vertu de la *lex causae* avant l'ouverture de la procédure d'insolvabilité.

8-2 Si la démarche générale de la Convention (reconnaissance, même dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité, des droits acquis selon la loi applicable en vertu de la Convention ; à tous autres égards, aucune immixtion dans les dispositions régissant l'insolvabilité) a été incontestée dès le début des délibérations, la version définitive de la disposition adoptée n'a été arrêtée qu'après de minutieuses discussions (voir les Doc. trav. Nos 1, 5 et 9 ; le Rapport de la réunion No 7, para. 1-43) dans le cadre de la Session diplomatique. Ces discussions concernaient la nécessité de clarifier le champ d'application et la teneur de chaque paragraphe, ainsi que les relations entre eux, notamment la limite entre la loi de la Convention et la *lex concursus*.

8-3 Lors de l'examen de l'effet potentiel de la procédure d'insolvabilité sur une sûreté précédemment acquise par un créancier bénéficiaire de garantie auprès du débiteur désormais insolvable, deux questions sont à distinguer : la *reconnaissance* des droits acquis par le bénéficiaire de la sûreté (par ex., le respect de l'opposabilité d'un nantissement) (art. 8(1) ; voir les para. 8-7 et 8-8), et les *effets* de ces droits dans le cadre de la procédure d'insolvabilité du débiteur (par ex., la vulnérabilité de ces droits face aux

to the amendment. Later, SP-B perfects the security interest in accordance with Utopian law. Still later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the new law (Utopian law) or the old law (Ruritanian law) governs whether the security interest of SP-B has priority over the security interest of SP-A. The new law (Utopian law) governs the priority issue because Article 7(5) is applicable since SP-B's security interest (which arose between the parties but was not perfected under the old law) is perfected only under the new law.

Example 7-10

An intermediary organised under the laws of Luxembourg and its customer, a corporation incorporated under the laws of the State of New York enter into an account agreement. The account agreement expressly provides that all the Article 2(1) issues are governed by Ruritanian law. The intermediary had a Qualifying Office in Ruritania at the time the governing law agreement was made. The account holder grants to secured party A (SP-A) a security interest in the securities account and all the securities credited to the account. SP-A perfects the security interest in accordance with Ruritanian law by a method that does not result in a credit of the securities to its securities account. Later, the account holder grants to SP-B a security interest in the securities account and all the securities credited to the account. SP-B perfects in the same way as SP-A; however, SP-B also makes a filing at the filing office of Utopia. Still later, the intermediary and its customer amend the account agreement so that it expressly provides that all the Article 2(1) issues are governed by Utopian law. The intermediary had a Qualifying Office in Utopia at the time of the amendment. Neither SP-A nor SP-B consented to the amendment. Still later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the new law (Utopian law) or the old law (Ruritanian law) governs whether the security interest of SP-B has priority over the security interest of SP-A. As both of the security interests not only arose as between the parties but were perfected before the triggering amendment, the old law (Ruritanian law) governs the priority issue because Article 7(4)(c) is applicable since there is no "unperfected" situation as to a security interest. Independently of whether Utopian substantive law recognises an anticipated perfection (i.e., a perfection made before Utopian law became applicable) by virtue of the filing, a repetitious perfection under the new law of a previously (under the old law) perfected security interest which is recognised by the new law cannot trigger the applicability of Article 7(5). The same is true when the repetition of the perfection takes place after the change of law by virtue of the triggering amendment. Otherwise the purpose of Article 7(4)(c) which is to provide legal certainty could easily be undermined.

***Article 8** Insolvency*

1. Notwithstanding the opening of an insolvency proceeding, the law applicable under this Convention governs all the issues specified in Article 2(1) with respect to any event that has occurred before the opening of that insolvency proceeding.

2. Nothing in this Convention affects the application of any substantive or procedural insolvency rules, including any rules relating to –

a) the ranking of categories of claim or the avoidance of a disposition as a preference or a transfer in fraud of creditors; or

b) the enforcement of rights after the opening of an insolvency proceeding

I. Introduction

8-1 Article 8 addresses the question of the consequences of the opening of an insolvency proceeding for "any event" relating to securities held with an intermediary which occurred before the opening of that insolvency proceeding. Apart from an outright sale, the most important of these events is the grant of a security interest (*e.g.*, a pledge) whose effects against the intermediary and third parties are governed by the law applicable under the Convention (Convention law). The purpose of Article 8 is to ensure that pre-insolvency rights which are validly created and perfected under the Convention law are respected as such in an insolvency proceeding (Art. 8(1)), but that these rights are not thereby exempted from general insolvency rules (Art. 8(2); *e.g.*, as regards the ranking of claims, enforcement of rights, the avoidance of unfair preferences or transactions in fraud of creditors). Thus, the fundamental purpose of the Convention, that is, providing *ex ante* certainty with respect to the law governing all the Article 2(1) issues, in particular the creation and perfection of security interests, is upheld in the context of an insolvency proceeding; at the same time, the *lex concursus* is preserved. Thus, Article 8 fixes the limits between the Convention law (*lex causae*) and the applicable insolvency law (*lex concursus*). The Convention does not contain any rule on determining the *lex concursus*. It only prescribes in Article 8(1), that the latter, however determined, has to recognise legal situations which have occurred under the *lex causae* before the opening of the insolvency proceeding.

8-2 While the general approach of the Convention (recognition of interests acquired by virtue of the law applicable under the Convention even in an insolvency proceeding; in all other respects no interference with insolvency laws) was undisputed from the very beginning of the proceedings, the version of the provision finally adopted was fixed only after focused discussions (see Work. Docs. No 1, 5, and 9; Report of the Meeting No 7, paras. 1-43) in the course of the Diplomatic Conference. These discussions covered the need to clarify the scope and content of each paragraph as well as the relationship between them, in particular the boundary between the Convention law and the *lex concursus*.

8-3 When examining the potential impact of the insolvency proceeding on a security interest previously acquired by a secured creditor from the now insolvent debtor, two issues must be distinguished: the *recognition* of the rights acquired by the secured creditor (*e.g.*, respect for the perfected status of a pledge) (Art. 8(1); see paras. 8-7 and 8-8), and the *effects* of those rights in the insolvency proceeding of the debtor (*e.g.*, the vulnerability of those rights

règles et procédures du for généralement applicables à tous les droits étant opposables) (art. 8(2) ; voir le para. 8-9 et s.). La Convention distingue et traite de ces deux questions à l'article 8. L'article 8(1) établit que le tribunal de l'insolvabilité doit reconnaître sans condition un droit antérieur à l'insolvabilité rendu opposable en vertu de la loi applicable selon la Convention. L'article 8(2) précise que les conséquences de cette reconnaissance sont régies dans toute procédure d'insolvabilité ultérieure par la *lex concursus*.

II. Champ d'application de l'article 8 à l'égard d'une procédure d'insolvabilité

8-4 L'article 8(1) est rédigé sans indiquer quelles procédures d'insolvabilité sont couvertes, c'est-à-dire à l'encontre de qui la procédure d'insolvabilité doit être engagée afin de relever de la disposition. La disposition s'applique donc à l'égard de procédures d'insolvabilité à l'encontre de toute partie dont l'insolvabilité est pertinente au cas d'espèce, que la partie insolvable soit un titulaire de compte, un créancier nanti ou bénéficiaire d'un transfert effectué par un titulaire de compte, un intermédiaire, ou l'émetteur lui-même. L'effet de l'article 8(1) est que l'opposabilité d'un nantissement ou transfert en vertu de la loi de la Convention et la priorité que lui accorde cette loi doivent être respectés dans le cadre de la procédure d'insolvabilité même au cas où, selon les dispositions de droit commun (c'est-à-dire autres que concernant l'insolvabilité) de la juridiction où cette procédure est ouverte, le nantissement ou transfert n'aurait pas été considéré comme rendu opposable ou se serait vu accorder une priorité différente (voir les exemples 8-1 et 8-2). Cependant, les règles du droit de l'insolvabilité applicable peuvent annuler le nantissement ou transfert (par ex., comme ayant été effectué au mépris des règles sur la période suspecte ou effectué en fraude des droits des créanciers), suspendre son exécution, ou lui accorder une priorité inférieure en vertu de ces règles à celle dont il bénéficiait précédemment (voir l'exemple 8-3 et sa variante).

8-5 Lorsque des titres crédités à un compte de titres sont nantis par un constituant qui est non seulement un titulaire de compte mais également un intermédiaire, les seuls aspects qui diffèrent des situations normales examinées dans les paragraphes 8-186 à 8-188, 8-192 à 8-193, et 8-194 et s. sont que, dans le cadre de la procédure d'insolvabilité (a) il peut y avoir une nouvelle classe de créanciers en concours avec le créancier nanti – les titulaires de compte de l'intermédiaire désormais insolvable – et (b) les membres de cette nouvelle catégorie, où chacun peut fonder sa créance sur une loi différente en raison des dispositions de la Convention, sont en concours entre eux ainsi qu'avec le créancier nanti et les autres créanciers. Comme examiné ci-dessus, l'article 8(2) préserve la liberté d'appliquer la *lex concursus* à l'égard du rang de priorité du nantissement rendu opposable par rapport à tous les créanciers en concours, y compris les clients du constituant. Si la Convention prévoit la règle de conflit de lois à l'égard de la loi régissant les droits de chaque titulaire de compte à l'égard de son intermédiaire, l'article 8(2) préserve l'applicabilité de la *lex concursus* pour déterminer les droits relatifs des titulaires de compte entre eux.

8-6 Ainsi, la loi désignée par l'article 4 ou 5 continuera de déterminer si un titulaire de compte dispose d'un droit efficace à l'encontre de son intermédiaire insolvable et si un transfert de l'intermédiaire a été rendu opposable par le bénéficiaire. Cependant, dans le cadre de la procédure d'insolvabilité de l'intermédiaire, l'article 8(1) ne détermine pas si, quand ou comment le titulaire de compte ou le bénéficiaire d'un transfert disposant d'un droit rendu opposable peuvent réaliser ce droit. Il ne détermine pas non plus la priorité des distributions entre les titulaires de compte ou le rang de priorité des titulaires de compte et bénéficiaires de transferts disposant de droits rendus opposables. L'article 8(2) préserve expressément l'applicabilité des règles d'insolvabilité à l'égard de ces questions.

Exemple 8-1

Un investisseur organisé selon la loi française et un investisseur organisé selon la loi espagnole détiennent chacun, via un intermédiaire – la Banque de Ruritanie – un droit sur 100.000 actions émises par une société constituée selon la loi japonaise. Chacune des deux conventions de compte (opérantes pour déterminer la loi applicable en vertu de la Convention) désigne comme loi applicable la loi du domicile de l'investisseur en question (ce scénario est assez peu probable ; il est bien plus probable que l'intermédiaire n'acceptera qu'une seule et même loi applicable dans toutes ses conventions de compte avec ses clients ; l'exemple démontre que la Convention fonctionne même dans une situation inhabituelle). La Banque de Ruritanie détient ces 200.000 actions via son propre intermédiaire, la Banque suisse. La Banque de Ruritanie détient également à compte propre 100.000 actions de la Société japonaise, crédités à son compte auprès de la Banque suisse. La Banque de Ruritanie nantit au bénéfice de la Banque italienne les 300.000 actions figurant sur son compte auprès de la Banque suisse. Le nantissement est rendu opposable conformément à la loi italienne, la loi régissant le nantissement selon les règles de la Convention, sur la base de la convention de compte entre la Banque de Ruritanie et la Banque suisse. Une procédure d'insolvabilité est ouverte en Ruritanie à l'encontre de la Banque de Ruritanie.

L'article 8(1) assure que (1) les droits de chacun des deux investisseurs portant sur ses 100.000 actions respectives à l'égard de la Banque de Ruritanie restent régis par la loi applicable à chacun de leurs comptes respectifs en vertu de la Convention ; et (2) l'opposabilité du nantissement obtenue en vertu de la loi italienne avant l'ouverture de la procédure d'insolvabilité, à l'égard de la totalité des 300.000 actions, sera reconnue en tant que telle par le tribunal de l'insolvabilité en Ruritanie. L'article 8(2) préserve l'applicabilité de la lex concursus de la Ruritanie, de sorte qu'elle peut produire les trois effets suivants. Premièrement, le sursis automatique prononcé en Ruritanie pourra affecter le nantissement (en dépit de son opposabilité obtenue selon la loi italienne) et les comptes des investisseurs (en dépit de leur opposabilité selon d'autres lois que celle de la Ruritanie). Deuxièmement, la loi de la Ruritanie en matière d'insolvabilité régissant l'ordre de priorité pourra déterminer le rang du nantissement rendu opposable et des comptes des investisseurs par rapport aux créances en concours. Les créances en concours pourraient comprendre (a) des créances fiscales, (b) les créances d'autres bénéficiaires de transferts de la Banque de Ruritanie, et (c) les créances des clients de la Banque de Ruritanie (y compris les deux investisseurs). Troisièmement, le droit de la Ruritanie en matière d'insolvabilité pourra déterminer s'il existe des motifs applicables d'annulation du nantissement. En vertu de l'article 8(2), le tribunal de l'insolvabilité de la Ruritanie est libre d'appliquer la lex concursus pour déterminer les créances relatives, dans la procédure d'insolvabilité, des deux investisseurs entre eux (supposons par ex. que seules 100.000 actions soient disponibles pour être réparties entre les deux investisseurs), et il en est ainsi même si les investisseurs en concours ont des droits sur leurs titres résultant de la loi d'Etats différents. L'exemple ci-dessus suppose qu'une seule procédure est ouverte. La Convention ne tranche pas la question de

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

to the forum's insolvency rules and procedures generally applicable to all rights having such status) (Art. 8(2); see *paras.* 8-9 *et seq.*). The Convention distinguishes and addresses both these issues in Article 8. Article 8(1) establishes that the insolvency court has to unconditionally recognise a pre-insolvency interest perfected under the law applicable under the Convention. Article 8(2) makes clear that the consequences of that recognition are governed in any subsequent insolvency proceeding by the *lex concursus*.

II. Scope of Article 8 as to insolvency proceedings

8-4 Article 8(1) is drafted without specifying which insolvency proceedings are covered, that is, against whom the insolvency proceedings have to be brought in order that it is covered by the provision. Therefore, the provision applies with respect to insolvency proceedings against any party whose insolvency is relevant to the matter in question, whether the insolvent party is an account holder, a pledgee or transferee from an account holder, an intermediary or the issuer itself. The effect of Article 8(1) is that the perfected status of a pledge or transfer under the Convention law and the priority given to it by that law must be respected in the insolvency proceedings even if under the general (*i.e.*, non-insolvency) law of the jurisdiction in which those proceedings were opened the pledge or transfer would not have been treated as perfected or would have been accorded a different priority (see Examples 8-1 and 8-2). However, the rules of the relevant insolvency law may invalidate the pledge or transfer (*e.g.*, as an unfair preference or a transaction in fraud of creditors), may stay its enforcement, or may give it a lower ranking under those rules than it previously enjoyed (see Example 8-3 and Variant).

8-5 The only aspects of the situation when securities credited to a securities account are pledged by a pledgor who is not only an account holder but also an intermediary that differ from the standard situations discussed in paragraphs 8-1 to 8-3, 8-7 to 8-8, and 8-9 *et seq.*, are that, in the insolvency proceeding, (a) there may be a new class of claimants competing with the pledgee – the account holders of the now-insolvent intermediary, and (b) this new class, each member of which may base its claim on a different law because of the Convention rules, competes *inter se* as well as against the pledgee and other claimants. As discussed above, Article 8(2) preserves the freedom to apply the *lex concursus* with respect to the ranking of the perfected pledge vis-à-vis all competing claimants, including the pledgor's customers. While the Convention provides the conflict of laws rule with respect to the law governing the rights of each account holder against its intermediary, Article 8(2) preserves the applicability of the *lex concursus* to determine the relative rights among the account holders *inter se*.

8-6 Thus, the law designated by Article 4 or 5 will continue to determine whether an account holder has an effective right against its insolvent intermediary and whether a disposition in favour of a transferee from the intermediary has been perfected. However, in the intermediary's insolvency proceeding, Article 8(1) does not determine whether, when or how the account holder or the transferee with a perfected interest is able to realise that interest; nor does it determine the priority of distribution among account holders or the ranking of the positions of account-holders and transferees with a perfected interest. Article 8(2) expressly preserves the applicability of insolvency rules with respect to such issues.

Example 8-1

An investor organised under the laws of France and an investor organised under the laws Spain each hold, through an intermediary Ruritanian Bank, an interest in respect of 100,000 shares issued by a Company incorporated under the laws of Japan. Each of the two account agreements (effective to determine the applicable law under the Convention) designates as the governing law the law of the domicile of that investor. (This scenario is rather unlikely; it is far more likely that the intermediary will agree to only a single governing law in all of its customer account agreements; the example demonstrates the operation of the Convention even in an unusual case.) Ruritanian Bank holds those 200,000 shares through its own intermediary, Swiss Bank. Ruritanian Bank also owns outright 100,000 shares of the Japanese Company which it holds in its account at Swiss Bank. Ruritanian Bank pledges to Italian Bank the 300,000 shares reflected in its account at Swiss Bank. The pledge is perfected in accordance with Italian law, the law that governs the pledge under the rules of the Convention, based on the account agreement between Ruritanian Bank and Swiss Bank. An insolvency proceeding is opened in Ruritania against Ruritanian Bank.

Article 8(1) ensures that (1) the rights of each of the two investors as to its respective 100,000 shares vis-à-vis Ruritanian Bank continue to be governed by the law applicable under the Convention to each of their respective accounts, and (2) the perfected status of the pledge achieved under Italian law before the opening of the insolvency proceeding, with respect to all 300,000 shares, will be recognised as such by the Ruritanian insolvency court. Article 8(2) preserves the applicability of the Ruritanian lex concursus, so that it may produce the following three effects. First, the Ruritanian automatic stay may affect the pledge (despite its being perfected under Italian law) and the investors' accounts (despite being perfected under other non-Ruritanian laws). Secondly, Ruritanian insolvency ranking law may determine the ranking of the perfected pledge and the investors' accounts vis-à-vis competing claims. The competing claims might include (a) tax claims, (b) claims of other transferees from Ruritanian Bank, and (c) claims of Ruritanian Bank's customers (including the two investors). Thirdly, Ruritanian insolvency law may determine whether there are any applicable grounds for avoidance of the pledge. Under Article 8(2), the Ruritanian insolvency court is free to apply the lex concursus to determine the relative claims in the insolvency proceeding of the two investors inter se (suppose, for example, that there are only 100,000 shares available for distribution among the two investors), and this is true even if the competing investors have claims to their securities which are based on different State's laws. The foregoing example assumes that only one proceeding is opened. The Convention does

savoir quelle loi en matière d'insolvabilité (par ex., à l'égard du rang de priorité entre catégories) sera appliquée par un juge de l'insolvabilité lorsqu'il existe des procédures multiples ou accessoires ouvertes dans plusieurs juridictions.

III. Article 8(1) : reconnaissance des droits acquis avant une procédure d'insolvabilité

8-7 L'article 8(1) répond à la préoccupation selon laquelle un administrateur d'insolvabilité pourrait appliquer aux droits antérieurs à l'insolvabilité la loi matérielle interne soit de l'Etat du for, soit de l'Etat désigné par les règles de conflit du for plutôt que la loi applicable en vertu de la Convention. L'article 8(1) dispose donc qu'un droit acquis, avant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité[31], en vertu de la loi de la Convention doit être reconnu dans le cadre de la procédure d'insolvabilité. C'est parfaitement raisonnable, car les droits patrimoniaux ne peuvent efficacement remplir leur fonction si la question de leur création et de leur opposabilité peut recevoir des réponses différentes selon l'Etat où la procédure d'insolvabilité est ouverte. Si l'article 8(1) recouvre toutes les questions de l'article 2(1), il s'agit principalement d'une règle de reconnaissance dont l'effet est d'interdire à un juge de l'insolvabilité d'imposer des conditions d'opposabilité autres que celle imposée en vertu de la loi de la Convention. En d'autres termes, le juge de l'insolvabilité ne peut refuser de reconnaître le droit ou son opposabilité du seul fait que ce droit n'avait pas (aussi) été créé ou rendu opposable conformément aux règles (de conflit ou matérielles) du *forum concursus*. Dans cette mesure, la loi de la Convention prime sur la *lex concursus*. L'utilisation du passé composé dans la seconde moitié de l'article 8(1) assure que la disposition ne s'applique que si « l'événement » (en pratique, le plus important de ces « événements » sera le crédit de titres à un compte de titres ou l'opposabilité d'un transfert) est survenu avant l'ouverture de la procédure d'insolvabilité. Si l'événement survient *après* l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité, l'article 8(1) n'est pas applicable. La préservation par l'article 8(1) du maintien de l'applicabilité de la loi de la Convention après l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité est opérante à l'égard de *toutes* les questions de l'article 2(1).

8-8 Cette règle de reconnaissance ne fonctionne pas dans le vide, mais doit plutôt être comprise dans le contexte du domaine de la loi de l'insolvabilité tel que le préserve l'article 8(2), c'est-à-dire que les effets de ces droits reconnus dans le cadre de la procédure d'insolvabilité sont régis par la *lex concursus*. Ainsi, la règle de reconnaissance de l'article 8(1) n'implique pas que les droits ainsi reconnus sont exempts de l'application des dispositions de la *lex concursus* généralement applicables à de tels droits dans le cadre de procédures d'insolvabilité. Cette règle générale contextuelle, contenue à l'article 8(2), est examinée de manière plus détaillée ci-dessous (voir les para. 8-9 et s.).

Exemple 8-2

Un investisseur fait créditer des titres à un compte de titres tenu pour lui par un intermédiaire. La convention de compte prévoit expressément qu'elle est régie par la loi du Luxembourg et ne prévoit pas expressément qu'une autre loi régit toutes les questions de l'article 2(1). L'intermédiaire a, au moment de la conclusion de l'accord d'élection de droit, un établissement conforme au Luxembourg. Les titres sont nantis au bénéfice d'une banque organisée selon la loi italienne. Le nantissement, en vertu de la Convention, est régi par la loi du Luxembourg, et a été rendu opposable conformément à celle-ci. Une procédure d'insolvabilité est ouverte à Londres à l'encontre de l'investisseur. L'article 8(1) assure que le nantissement rendu opposable selon la loi du Luxembourg avant l'ouverture de la procédure d'insolvabilité sera reconnu comme tel par le tribunal anglais de l'insolvabilité.

IV. Article 8(2) : effets des droits antérieurement acquis dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité

8-9 L'article 8(1) préserve le rôle pertinent de la loi de la Convention. L'article 8(2) préserve le rôle pertinent de la *lex concursus* à l'égard des droits acquis antérieurement et reconnus en application de l'article 8(1). L'article 8(2) assure que, bien que la loi applicable en vertu de la Convention régisse l'existence de ces droits, il revient à la *lex concursus* de déterminer les effets de ces droits (c'est-à-dire la mesure dans laquelle le bénéficiaire de garantie peut effectivement utiliser ses droits dans le cadre de la procédure d'insolvabilité).

8-10 Afin de définir clairement, et de souligner, l'applicabilité de la *lex concursus*, l'article 8(2) est structuré de façon à exposer cette idée de deux manières différentes. Premièrement, le chapeau pose le principe – en vertu duquel « [l]a présente Convention ne porte pas atteinte à l'application de toute règle de droit matériel ou de procédure en matière d'insolvabilité » – dans des termes très larges et sans réserves. (Bien entendu, en dépit de cette formulation générale, le paragraphe 2 doit être lu conjointement avec le paragraphe 1 et ne lui porte pas atteinte. Par commodité pour le lecteur, le paragraphe 2 aurait pu commencer par : « Sans préjudice du paragraphe premier, la présente . . . ».) Deuxièmement, en utilisant le terme « telle que » afin de rejeter l'implication d'une restriction du champ d'application, le texte donne un certain nombre d'exemples de règles relatives à l'insolvabilité qui ne sont pas affectées par la Convention : « [. . .] telle que celle relative [. . .] ». L'article 8(2) préserve ainsi expressément les dispositions de la *lex concursus* relatives à la nullité des transferts frauduleux et des transferts effectués au mépris des règles sur la période suspecte (par ex., lorsqu'à la veille d'une procédure d'insolvabilité, le débiteur accorde une sûreté au bénéfice d'un créancier accordant à celui-ci une préférence irrégulière au détriment des autres créanciers), ainsi que les règles pouvant déclarer que certains types de créances (par ex., salariales ou fiscales) sont prioritaires sur tout autre droit. En outre, afin d'assurer que les procédures de restructuration ou d'insolvabilité n'échouent pas (parce que, par ex., un créancier nanti saisit des biens essentiels), l'article 8(2)(b) soumet les recours disponibles, y compris les recours relatifs à une sûreté reconnue opposable, aux règles généralement applicables dans le cadre de procédures d'insolvabilité destinées à éviter de telles perturbations (par ex., une suspension des poursuites). La nature et la procédure de ces mécanismes relèvent de la *lex concursus*. Par exemple, il est loisible à la *lex concursus* d'exonérer certains titres (par ex., ceux cotés sur une bourse de valeurs) du champ d'application d'une disposition générale sur la suspension des poursuites. En somme, l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité à l'égard d'un titulaire de compte ne change pas la loi déterminée en vertu de l'article 4 ou 5 pour régir la nature et l'opposabilité du droit du créancier nanti ou cessionnaire, mais la loi appropriée en matière d'insolvabilité déterminera, par

[31] Le moment de l'*ouverture* de la procédure d'insolvabilité est déterminé conformément à la *lex concursus*. L'état d'insolvabilité précédera généralement (dans certains Etats, obligatoirement) l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité. C'est ce dernier fait qui est le moment pertinent pour l'art. 8 (par ex., le moment de l'enregistrement de l'ouverture dans un registre public ou d'entrée en vigueur d'un jugement ouvrant la procédure).

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

not deal with the question which insolvency law (e.g., with respect to the ranking of categories) will be applied by a particular insolvency forum when there are multiple or ancillary proceedings opened in several jurisdictions.

III. Article 8(1): Recognition of interests acquired prior to an insolvency proceeding

8-7 Article 8(1) responds to the concern that an insolvency administrator might apply to pre-insolvency interests the internal substantive law either of the forum State or of the State designated by the forum's conflict rules rather than the law applicable under the Convention. Hence, Article 8(1) provides that an interest acquired, prior to the opening of an insolvency proceeding,[31] under the Convention law must be recognised in the insolvency proceeding. This is perfectly sensible, as property rights cannot properly fulfil their function if the question of their creation and perfection can be differently answered depending on the State in which the insolvency proceeding is opened. While Article 8(1) covers all the Article 2(1) issues, it is mainly a rule of recognition whose effect is to prohibit an insolvency court from imposing any perfection rule other than that imposed under the Convention law. In other words, the insolvency court may not refuse to recognise the right or its perfected status merely because this right had not (also) been created or perfected in accordance with the (conflict or substantive) rules of the *forum concursus*. To this extent the Convention law prevails over the *lex concursus*. The use of the perfect past tense in the second half of Article 8(1) ensures that the provision applies only if the "event" (in practice, the most important of these "events" will be the crediting of securities to a securities account or the perfection of a disposition) has occurred before the opening of the insolvency proceeding. If the event occurs *after* the opening of an insolvency proceeding, Article 8(1) is not applicable. The preservation by Article 8(1) of the continued applicability after the opening of an insolvency proceeding of the Convention law is effective with respect to *all* the Article 2(1) issues.

8-8 This rule of recognition does not operate in a vacuum, but rather must be understood in the context of the sphere of insolvency law as preserved in Article 8(2), that is, the effects of such recognised rights in the insolvency proceeding are governed by the *lex concursus*. Thus, the Article 8(1) rule of recognition does not entail that the rights so recognised are immune from the application of *lex concursus* rules generally applicable to such rights in insolvency proceedings. This contextual general rule, set forth in Article 8(2), is discussed more fully below (see paras. 8-9 *et seq.*).

Example 8-2

An investor has securities credited to a securities account maintained for it by an intermediary; the account agreement expressly provides that it is governed by the laws of Luxembourg and does not expressly provide that a different law governs all the Article 2(1) issues. The intermediary had, at the time the governing law agreement was made, a Qualifying Office in Luxembourg. The securities are pledged to Bank organised under the laws of Italy. The pledge is, under the Convention, governed by, and it was perfected in accordance with, Luxembourg law. An insolvency proceeding is opened in London against Investor. Article 8(1) ensures that the pledge perfected under Luxembourg law before the opening of the insolvency proceeding will be recognised as such by the English insolvency court.

IV. Article 8(2): Effects of previously acquired interests in an insolvency proceeding

8-9 The preservation of the proper role of the Convention law is achieved by Article 8(1). Article 8(2) preserves the proper role of the *lex concursus* with respect to the previously acquired rights recognised pursuant to Article 8(1). Article 8(2) ensures that although the law applicable under the Convention governs the existence of the rights, it is left to the *lex concursus* to determine the effects of those rights (*i.e.*, the extent to which the secured party can actually use its rights in the insolvency proceeding).

8-10 To define clearly and to underscore the applicability of the *lex concursus*, Article 8(2) is structured to make the same point in two different ways. First, the chapeau lays down the principle – that "[n]othing in this Convention affects the application of any substantive or procedural insolvency rules" – in sweeping unqualified language. (Of course, in spite of such general wording, paragraph 2 has to be read together with paragraph 1 and does not impair the latter; for convenience of the reader, paragraph 2 could have started: "Without prejudice to paragraph 1, nothing . . .".) Secondly, using the term "including" to negate the implication of a limitation of the scope, the text gives a number of examples of insolvency rules that are not affected by the Convention: "[. . .] including any rules relating to [. . .]". Thus, Article 8(2)(a) expressly preserves rules of the *lex concursus* relating to the *avoidability* of fraudulent transfers and preferences (*e.g.*, where, on the eve of an insolvency proceeding, the debtor grants an interest to a creditor which gives the latter an impermissible preference at the expense of other creditors), as well as rules which may declare that certain types of claims (*e.g.*, for wages and/or taxes) should have priority over any other interest. Furthermore, to ensure that reorganisation or bankruptcy proceedings do not collapse (because, *e.g.*, a secured party seizes crucial assets), Article 8(2)(b) subjects the remedies otherwise available to even a recognised perfected security interest to rules generally applicable in insolvency proceedings designed to prevent such disruption (*e.g.*, a stay). The nature and procedure of such mechanisms are subject to the *lex concursus*. For example, it is open to the *lex concursus* to exempt certain securities (*e.g.*, those that are listed on a stock exchange) from the scope of a general stay provision. In sum, the opening of an insolvency proceeding against an account holder does not change the law determined under Article 4 or 5 to govern the nature and perfected status of the pledgee's or transferee's interest, but the appropriate insolvency law will determine, for example, whether that pledge is,

[31] The moment of the *opening* of an insolvency proceeding is determined in accordance with the *lex concursus*. The state of insolvency will usually (in some countries, must) precede the opening of an insolvency proceeding; it is the latter event that is the relevant time for Art. 8 (*e.g.*, time when opening is registered with a public record or time at which a judgement opening proceedings becomes effective).

Goode, Kanda and Kreuzer Report

exemple, si ce nantissement est néanmoins susceptible d'être annulé ou son exécution soumise à une suspension.

8-11 L'indication de l'article 8(2) selon laquelle la présente Convention « *ne porte pas atteinte* » à l'application des règles relatives à la nullité et autres en matière d'insolvabilité doit être interprétée comme une indication que la Convention *ne traite pas de la loi applicable à ces questions,* et n'a donc aucun effet en matière de conflit de lois sur ces questions.

8-12 Le chapeau de l'article 8(2) indique expressément que non seulement les règles de *procédure* relatives à l'insolvabilité sont préservées, mais que les règles *matérielles* relatives à l'insolvabilité le sont également. Les règles pertinentes sont qualifiées de règles de procédure dans certains systèmes et de règles matérielles dans d'autres. Le texte de la Convention assure que la réserve en faveur de la loi régissant l'insolvabilité ne subit pas de restriction artificielle du fait d'une divergence de compréhension des termes « de procédure » et « matériel ». Ceci semble particulièrement important à l'égard des règles de nullité, qui pourraient relever de la procédure dans certains systèmes et du droit matériel dans d'autres.

Exemple 8-3

C accorde à D un prêt sans garantie de 1 million USD. Neuf mois plus tard, C se préoccupe d'une prochaine insolvabilité de D et prend en sûreté les droits de D portant sur un compte de titres pour garantir le prêt. La sûreté, en vertu de la Convention, est régie par la loi d'Utopie, et elle est créée et rendue opposable selon cette loi. Un mois plus tard, un tribunal de la Ruritanie délivre une ordonnance de liquidation à l'égard de D pour insolvabilité et nomme un administrateur d'insolvabilité. Selon la loi de l'insolvabilité en Ruritanie, une sûreté accordée pour garantir une obligation prise antérieurement (cause ancienne selon la loi de la Ruritanie), au cours des six mois précédant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité, peut être annulée, à la demande de l'administrateur d'insolvabilité, à titre de transfert effectué au mépris de la période suspecte. Si l'administrateur de l'insolvabilité de D demande l'annulation de la sûreté accordée à C, bien que la sûreté ait été rendue opposable selon la loi d'Utopie avant l'ouverture de la procédure d'insolvabilité et bien que cette sûreté rendue opposable soit reconnue par le tribunal de l'insolvabilité (comme l'exige l'art. 8(1)), cette reconnaissance de l'opposabilité ne constituera pas un moyen de défense contre la demande d'annulation de la sûreté en vertu des règles de l'insolvabilité en Ruritanie relatives à la nullité des transferts effectués au mépris de la période suspecte. Cette reconnaissance (telle que la préserve l'art. 8(1)) n'interdit pas l'application des règles de nullité de la lex concursus (telles que les préserve l'art. 8(2)).

Variante

C consent un prêt au bénéfice de D et prend en garantie les droits de D portant sur des titres crédités à un compte de titres afin de garantir le prêt. La sûreté, en vertu de la Convention, est régie par la loi d'Utopie, et est créée et rendue opposable selon cette loi. Sept mois plus tard, un tribunal de Ruritanie délivre une ordonnance de liquidation à l'égard de D pour insolvabilité. Selon la loi de l'insolvabilité en Ruritanie (contrairement à la loi de l'insolvabilité d'Utopie), toute sûreté à un rang inférieur à un privilège légal garantissant des impôts. Ainsi, bien que la sûreté de C ait été rendue opposable conformément à la loi d'Utopie sept mois avant l'ouverture de la procédure d'insolvabilité et bien que cette sûreté opposable soit reconnue par le tribunal de l'insolvabilité (comme l'exige l'art. 8(1)), cette sûreté reconnue opposable se verra accorder un rang inférieur dans le cadre de l'insolvabilité à celui qu'il aurait eu selon la loi (générale) de la Convention (art. 8(2)).

Article 9 *Applicabilité générale de la Convention*

La présente Convention est applicable même si la loi qu'elle désigne est celle d'un Etat non contractant.

9-1 En énonçant le caractère universel des règles de conflit de lois établies par la Convention, l'article 9 suit le modèle des Conventions de La Haye antérieures et de la *Convention de Rome de 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles*. La loi désignée selon la Convention est la loi applicable, qu'elle soit ou non la loi d'un Etat contractant (à propos du sens de l'expression « Etat contractant », voir le para. 1-43), la loi d'un Etat membre de la Conférence de La Haye de droit international privé, et si la loi est celle d'une unité territoriale, que l'unité territoriale soit ou non l'une de celles auxquelles la Convention a été rendue applicable en vertu de l'article 20. L'effet de l'article 9 est ainsi d'exclure une restriction indésirable de la portée du régime de conflit de lois résultant des articles 4 et 5. L'article 9 s'applique de même lorsque la loi désignée en vertu de la Convention est la loi d'une organisation régionale d'intégration économique à laquelle ses Etats membres souverains ont donné compétence et dont la loi est assimilée à celle d'un Etat contractant en vertu de l'article 18(3).

Article 10 *Exclusion du renvoi*

Au sens de la présente Convention, le terme « loi » désigne le droit en vigueur dans un Etat, à l'exclusion des règles de conflit de lois.

10-1 L'article 10 énonce que les règles de conflit de lois de la Convention ne désignent que les dispositions internes (matérielles), pas les règles de conflit de lois. La Convention ne laisse aucune place au renvoi au sens traditionnel du droit international privé. La Convention assure ainsi que la loi de la Convention (que ce soit la loi d'un Etat ou d'une unité territoriale) ne fera pas d'autre référence à la loi d'un autre Etat ou à la loi d'une unité territoriale d'un autre Etat (que la loi désignée émane de l'Etat, de l'unité territoriale ou d'une organisation régionale d'intégration économique). L'article 10 est une disposition essentielle de la Convention car il garantit la réalisation de l'objet même de la Convention (*ratio conventionis*), c'est-à-dire l'unification, dans l'intérêt de la certitude, de la prévisibilité et de la simplicité, de règles nationales de conflit de lois divergentes. Puisque, selon l'article 9, la Convention est applicable, que la loi désignée soit ou non celle d'un Etat contractant, l'acceptation du renvoi priverait la Convention d'effet unificateur si ses règles de conflit de lois désignaient la loi d'un Etat où la Convention n'est pas en vigueur et dont les règles de conflit de lois ne coïncident pas avec celles de la Convention. Aussi, la disposition excluant le renvoi, adoptée par la Session diplomatique, a-t-elle été admise sans discussion dès le début des délibérations (voir Doc. prél. No 1, p. 48 et l'art. 8 du projet de janvier 2001), et est dans la lignée des dispositions concernant la loi applicable dans les Conventions de La Haye modernes, qui excluent généralement le renvoi.

10-2 Cependant, dans le but de ne pas s'immiscer dans le droit interne, la Convention prévoit dans deux situations (art. 12(2)(b) et (3)) une forme de renvoi interne au sein des Etats à plusieurs unités (voir le commentaire de l'art. 12).

10-3 Si les parties à une convention de compte ne choisissent pas directement une loi matérielle applicable, et stipulent à la place que leur convention de compte ou toutes les questions de l'article 2(1) sont soumises à la loi

nevertheless, avoidable as a preference or whether its enforcement is subject to a stay.

8-11 The statement in Article 8(2) that nothing in the Convention "*affects*" the application of avoidance and other insolvency rules is to be understood as a statement that the Convention *does not deal with the law applicable to those issues* and, as a consequence, has no conflict of laws impact on those issues.

8-12 The chapeau of Article 8(2) expressly specifies that not only *procedural* insolvency rules are preserved, but also *substantive* insolvency rules. The relevant rules are characterised as procedural rules in some systems and as substantive rules in others. The Convention text ensures that the reservation in favour of the insolvency law is not artificially restricted by differing understandings of the terms 'procedural' and 'substantive'. This seems to be particularly important with respect to avoidance rules, which might be considered procedural rules in some systems and substantive rules in others.

Example 8-3

C made an unsecured loan to D of $1 million. Nine months later, C becomes concerned that D might soon become insolvent and takes a security interest of D's rights in securities credited to a securities account to secure the loan. The security interest is, under the Convention, governed by the law of Utopia, and it is created and perfected in accordance with that law. One month later, a court in Ruritania issues a winding-up order against D on the ground of insolvency and appoints an insolvency administrator. Under Ruritanian insolvency law, a security interest given to secure antecedent indebtedness (past value under Ruritanian law) within the six-month period preceding the opening of an insolvency proceeding may be set aside as a preference on the application of the insolvency administrator. If D's insolvency administrator applies to set aside the security interest given to C, even though the security interest was perfected in accordance with the law of Utopia prior to the opening of the insolvency proceeding and even though that perfected security interest interest is recognised by the insolvency court (as required under Art. 8(1)), that recognised perfected status will not provide a defence to the application to set aside the security interest under Ruritanian insolvency rules concerning the avoidance of preferential transfers; such recognition (as preserved under Art. 8(1)) does not preclude application of the avoidance rules of the lex concursus (as preserved under Art. 8(2)).

Variant:

C made a loan to D and took a security interest of D's rights in securities credited to a securities account to secure the loan. The security interest is, under the Convention, governed by the law of Utopia, and it is created and perfected in accordance with that law. Seven months later, a court in Ruritania issues a winding-up order against D on the ground of insolvency. Under Ruritanian insolvency law (in contrast to Utopian insolvency law) any security interest ranks behind a legal governmental lien for taxes. Thus, even though C's security interest was perfected in accordance with the law of Utopia seven months prior to the opening of the insolvency proceeding and even though that perfected security interest is recognised by the insolvency court (as required under Art. 8(1)), that recognised perfected security interest will be given a lower rank in the insolvency than it would have had under the (general) Convention law (Art. 8(2)).

Article 9 *General applicability of the Convention*

This Convention applies whether or not the applicable law is that of a Contracting State.

9-1 Article 9 follows the pattern of earlier Hague Conventions and of the *Rome Convention of 1980 on the Law Applicable to Contractual Obligations* in making clear the universal character of the conflict rules in the Convention. The law determined by the Convention is the applicable law whether or not it is the law of a Contracting State (on the meaning of the term "Contracting State", see paras. 1-43), whether or not it is the law of a Member State of the Hague Conference on Private International Law, and, if the law is that of a territorial unit, whether or not the territorial unit is one to which the Convention has been extended under Article 20. Thus, the effect of Article 9 is to preclude an inappropriate limitation of the reach of the conflict of laws regime provided in Articles 4 and 5. Article 9 applies equally if the law determined under the Convention is the law of a Regional Economic Integration Organisation to whom competence has been given by its sovereign member States and whose law is that equated with that of a Contracting State under Article 18(3).

Article 10 *Exclusion of choice of law rules (renvoi)*

In this Convention, the term "law" means the law in force in a State other than its choice of law rules.

10-1 Article 10 makes clear that the conflict of laws rules of the Convention refer to domestic (substantive) rules only, not to conflict of laws rules. The Convention does not leave any room for *renvoi* in the traditional private international law sense. Thus, the Convention ensures that there will be no further reference by the Convention law (whether that is the law of a State or of a territorial unit) to the law of another State or the law of a territorial unit of another State (whether the law designated stems from the State, the territorial unit or a Regional Economic Integration Organisation). Article 10 is a core provision of the Convention since it guarantees the achievement of the very purpose of the Convention (*ratio conventionis*), that is, the unification of diverging national conflict of laws rules in the interest of certainty, predictability and simplicity. Since, under Article 9, the Convention applies whether or not the applicable law is that of a Contracting State, the admission of *renvoi* would frustrate the unifying purpose of the Convention if its conflict of laws rules point to the law of a State where the Convention is not in force and whose conflict of laws rules do not coincide with those of the Convention. Accordingly, the provision on the exclusion of renvoi, adopted by the Diplomatic Conference, has been uncontroversial from the very beginning of the proceedings (see Prel. Doc. No 1, p. 49 and Art. 8 of the January 2001 draft) and is in line with applicable law provisions in modern Hague Conventions, which, in general, exclude *renvoi*.

10-2 However, in the intention not to interfere with internal law, the Convention provides in two instances (Art. 12(2)(b) and (3)) for a form of internal *renvoi* within a Multi-unit State (see commentary to Art. 12).

10-3 If parties to an account agreement fail to select a substantive governing law directly and instead specify that their account agreement or all the Article 2(1) issues are

déterminée par les règles de conflit de lois d'une juridiction particulière, l'article 10 empêche qu'une telle clause soit une clause d'élection de droit au sens de l'article 4. En conséquence, le rattachement subsidiaire pertinent de l'article 5 s'applique. Dans le cas contraire, les parties seraient autorisées à saper l'objectif d'unification de la Convention.

10-4 L'expression « droit en vigueur dans » est utilisée de préférence à « loi de » pour couvrir les situations où, dans une unité territoriale, la loi applicable comprend à la fois la loi de cette unité territoriale et, dans la mesure où (selon la loi soit de l'unité territoriale soit de l'Etat à plusieurs unités) elle est applicable dans cette unité, la loi de l'Etat à plusieurs unités (voir également para. 4-15, 12-12 et 12-13).

Article 11 *Ordre public et lois de police*

1. L'application de la loi déterminée en vertu de la présente Convention ne peut être écartée que si elle conduit à un résultat manifestement contraire à l'ordre public du for.

2. La présente Convention ne porte pas atteinte aux dispositions de la loi du for dont l'application s'impose même aux situations internationales, quelle que soit la loi désignée par les règles de conflit de lois.

3. Les dispositions de la loi du for imposant des conditions relatives à l'opposabilité ou se rapportant aux priorités entre droits concurrents ne peuvent être appliquées en vertu du présent article, sauf si la loi du for est la loi applicable en vertu de la présente Convention.

I. Introduction

11-1 L'article 11 définit et limite soigneusement les motifs d'un refus judiciaire d'appliquer la loi déterminée en vertu de l'article 4 ou de l'article 5 de la Convention. Ce faisant, l'article 11 non seulement soutient l'objectif de la Convention de conférer certitude juridique et prévisibilité, mais souligne en outre l'importance que les Etats contractants attribuent à cet objectif. En somme, en vertu de l'article 11, les tribunaux ne doivent écarter l'application de la loi déterminée en vertu de la Convention (loi de la Convention) que dans des situations d'une rareté exceptionnelle.

11-2 Si le premier projet (projet de janvier 2001, Doc. prél. No 2) comportait deux dispositions sur la question (c'est-à-dire un art. 9 sur les lois de police du for, qui ne permettait déjà pas l'application de dispositions d'une loi autre que la loi de la Convention, relatives à l'opposabilité et aux priorités, et un art. 10 sur l'ordre public), dans les projets suivants, ces articles ont été réunis en une disposition unique (voir l'art. 8 du projet de novembre 2001, Doc. prél. No 6). Par la suite, seules des modifications de rédaction mineures ont été apportées.

11-3 Les trois paragraphes de l'article 11 établissent le cadre permettant de protéger d'autres objectifs de l'ordre public d'un Etat contractant tout en respectant l'objectif de la certitude juridique. L'article 11(1) peut être considéré comme traitant de l'aspect « défensif » ou « négatif » de l'ordre public. Il fournit un mécanisme qui peut, dans des conditions strictes, conduire au *refus* par un tribunal d'appliquer des dispositions particulières de la loi de la Convention parce que les effets de son application seraient manifestement contraires à l'ordre public de l'Etat du for. Par contraste, l'article 11(2), qui prévoit l'application des lois de police du for, peut être considéré comme traitant de l'aspect « offensif » ou « positif » de l'ordre public, c'est-à-dire un mécanisme *imposant* qu'une norme particulière de l'Etat du for soit appliquée dès l'origine en dépit du fait que la Convention détermine une autre loi comme étant applicable, et indépendamment des effets qu'aurait cette dernière. Bien que ces deux mécanismes diffèrent dans leur démarche, ils poursuivent le même objectif : la protection de principes fondamentaux de nature morale, sociale, économique ou politique de l'Etat du *for*. A la lumière de leur étroite corrélation et parce que les deux sont soumises à la restriction de l'article 11(3), les deux exceptions n'ont pas été établies séparément dans des articles distincts comme dans certaines autres Conventions de La Haye (voir par ex., les art. 17 et 18 de la *Convention de La Haye de 1986 sur la loi applicable aux contrats de vente internationale de marchandises*). Les deux exceptions subissent une restriction importante du fait de l'article 11(3), que l'on peut considérer comme la disposition la plus importante de l'article 11. L'article 11(3) fixe en substance une limite importante aux deux exceptions en indiquant qu'elles ne peuvent être utilisées pour imposer des conditions relatives à l'opposabilité ou se rapportant aux priorités entre droits concurrents sauf si la loi du for est la loi de la Convention (voir les commentaires détaillés au para. 11-12).

11-4 L'article 11 ne devrait pas être mis en jeu dans le contexte de l'*insolvabilité*, car la Convention, à l'article 8, prévoit des dispositions particulières à l'égard des dispositions régissant l'insolvabilité (*lex concursus*), interdisant ainsi le recours à la disposition générale d'ordre public de l'article 11 comme fondement de l'application de la loi du for en matière d'insolvabilité. L'article 11 ne concerne que les relations entre la loi (matérielle) du for (*lex fori*) et la loi (matérielle) applicable en vertu de la Convention (*lex causae*). La relation entre *lex causae* et *lex concursus* échappe au champ d'application de l'article 11 mais relève de l'article 8. L'article 11 n'étend donc pas, ni ne réduit, la portée de la *lex concursus* telle que définie à l'article 8. Il est donc clair que l'article 11 n'interdit pas l'application, prévue par l'article 8, des règles du for en matière d'*insolvabilité* établissant la priorité entre droits concurrents portant sur les mêmes titres. Si l'Etat du for est également l'Etat de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité, l'application de l'article 8 ou de l'article 11 dépend de la question de savoir si la disposition en cause fait ou non partie des dispositions régissant l'insolvabilité.

11-5 Si l'application des règles nationales sur la « fraude à la loi » n'est pas *in haec verba* interdite par la Convention, il semble de fait ne pas y avoir de marge pour l'application de telles dispositions dans le contexte de la Convention, car les règles de conflit de lois de la Convention empêchent, par elles-mêmes, la détermination frauduleuse de la loi applicable (voir les para. 3-10, 4-7 et 4-21 et s.).

II. Article 11(1) : l'exception d'ordre public

11-6 L'article 11(1) établit une exception d'ordre public (*public policy*) à l'application de la loi normalement applicable en vertu de la Convention. Elle est semblable aux dispositions relatives à l'ordre public figurant dans la plupart des traités de droit international privé. A l'instar de toutes les Conventions de La Haye modernes, l'exception dispose que la loi déterminée comme étant applicable en vertu de la Convention ne peut être écartée que si son application est *manifestement* incompatible avec l'ordre public du *for*. Il n'y a pas de formule spéciale définissant la teneur précise, ou le degré de sévérité, de l'ordre public de l'Etat qui est nécessaire afin de permettre (voire d'im-

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

governed by the law determined by the conflict of law rules of a particular jurisdiction, Article 10 prevents such a clause from being a governing law agreement under Article 4. Consequently, the relevant fall-back rule in Article 5 applies. Otherwise the parties would be allowed to undermine the unifying purpose of the Convention.

10-4 The phrase "law in force" is used in preference to "law of" to cover cases where, in a territorial unit, the relevant law includes both the law of that territorial unit and, to the extent applicable (under the law of either the territorial unit or the Multi-Unit-State) in that unit, the law of the Multi-unit State (see also paras. 4-15, 12-12 and 12-13).

Article 11 *Public policy and internationally mandatory rules*

1. The application of the law determined under this Convention may be refused only if the effects of its application would be manifestly contrary to the public policy of the forum.

2. This Convention does not prevent the application of those provisions of the law of the forum which, irrespective of rules of conflict of laws, must be applied even to international situations.

3. This Article does not permit the application of provisions of the law of the forum imposing requirements with respect to perfection or relating to priorities between competing interests, unless the law of the forum is the applicable law under this Convention.

I. Introduction

11-1 Article 11 defines and carefully restricts the grounds for judicial refusal to apply the law determined under either Article 4 or 5 of the Convention. By doing so, Article 11 not only supports the Convention's goal of providing legal certainty and predictability but also establishes the importance that Contracting States attribute to this goal. In sum, under Article 11, courts should only in extraordinarily rare cases avoid the application of the law determined under the Convention (the Convention law).

11-2 While the first draft (January 2001 draft; Prel. Doc. No 2) contained two provisions on the issue (*i.e.*, Art. 9 on internationally mandatory law of the forum, which already did not permit the application of non-Convention law provisions relating to perfection and priorities, and Art. 10 on public policy), in the following drafts these two Articles were combined in one provision (see Art. 8 of the November 2001 draft; Prel. Doc. No 6). Thereafter, only minor drafting changes occurred.

11-3 The three paragraphs in Article 11 set forth the framework for safeguarding other goals of the public policy of a Contracting State in the context of the goal of legal certainty. Article 11(1) may be regarded as addressing the "defensive" or "negative" facet of public policy; it provides a mechanism which might, under strict conditions, lead to the *refusal* by a court to apply specific rules of the Convention law because the effects of its application would be manifestly contrary to the public policy of the forum State. In contrast, Article 11(2), which provides for the application of the forum's internationally mandatory rules, may be regarded as addressing the "offensive" or "positive" facet of public policy, that is, a mechanism which *requires* that a specific norm of the forum State be from the outset applied despite the fact that the Convention determines another law to be applicable and irrespective of the effects the latter would have. Although these two mechanisms differ in their approaches, they pursue the same purpose: the safeguard of fundamental moral, social, economic or political principles of the *forum* State. In light of their close correlation and because both are subject to the limitation in Article 11(3), the two exceptions have not been separately stated in different articles as in some other Hague Conventions (see, *e.g.*, Arts. 17 and 18 of the *Hague Convention of 1986 on the Law Applicable to Contracts for the International Sales of Goods*). Both exceptions are substantially qualified by Article 11(3) – arguably the most important provision in Article 11. Article 11(3) effectively puts an important limit on the two exceptions by stating that they may not be used to impose requirements with respect to perfection or relating to priorities between competing interests, unless the law of the forum is the Convention law (see full discussion in para. 11-12).

11-4 Article 11 should not be brought into play in the *insolvency* context, as the Convention, in Article 8, provides specific rules with respect to insolvency law (*lex concursus*), thus precluding resort to the general public policy provision of Article 11 as the basis for application of the forum's insolvency law. Article 11 only concerns the relationship between the (substantive) law of the forum (*lex fori*) and the (substantive) law applicable under the Convention (*lex causae*). The relationship between *lex causae* and *lex concursus* is outside the scope of Article 11 but covered by Article 8. Article 11 therefore neither expands nor contracts the scope of the *lex concursus* as defined in Article 8. Hence, it is clear that Article 11 does not prohibit the application of *insolvency* rules of the forum, permitted under Article 8, establishing priorities between competing interests relating to the same securities. If the forum State is also the State of opening of an insolvency proceeding, the application of either Article 8 or Article 11 depends on whether the relevant provision forms part of the insolvency law or not.

11-5 While the application of national rules on "fraud of law" is not in *haec verba* prevented by the Convention, there seems, *de facto*, no room for the application of such provisions in the context of the Convention as the Convention's conflict of laws rules are preventing, by themselves, fraudulent determination of the applicable law (see paras. 3-10, 4-7 and 4-21 *et seq.*).

II. Article 11(1): Public policy exception

11-6 Article 11(1) sets forth a public policy (*ordre public*) exception to the application of the law otherwise applicable under the Convention; it is similar to public policy provisions found in most private international law treaties. As is the case for all modern Hague Conventions, the exception states that the law determined to be applicable under the Convention may be ignored only if its application is *manifestly* incompatible with the public policy of the *forum*. There is no definite formula describing the precise content, or the extent of the stringency, of the State's public policy which is necessary in order to permit (indeed,

Goode, Kanda and Kreuzer Report

poser) à un tribunal de refuser l'application de la loi désignée par la Convention. L'exception doit être considérée au cas par cas. Ceci ne signifie cependant pas que la question est laissée à l'appréciation du juge particulier – cela saperait l'objectif fondamental de la Convention, la certitude préalable, et serait contraire à la politique adoptée par le législateur (ou l'organe agissant pour le compte d'un Etat ou Organisation Régionale d'Intégration Economique) en décidant de devenir partie à la Convention. Il existe au contraire d'abondantes sources selon lesquelles l'exception d'ordre public ne s'applique que dans les situations, extrêmement rares, où la règle pertinente étrangère, telle qu'appliquée aux faits de la cause, produirait un résultat si radicalement opposé aux concepts de justice fondamentale du for que son application serait une violation intolérable des valeurs fondamentales du for.

11-7 Il est clair qu'une divergence si fondamentale par rapport aux valeurs élémentaires n'est pas rencontrée lorsque, par exemple, la nature juridique des droits résultant d'un crédit de titres à un compte de titres n'est que contractuelle en vertu de la loi de la Convention, alors que selon la loi du for ces droits auraient un caractère réel, ou vice versa. De même, une divergence si fondamentale ne sera pas atteinte si l'une des lois considère qu'un transfert de propriété à titre de garantie ou un contrat de vente ou rachat constitue un transfert produisant effet, alors que l'autre loi qualifie cette opération de transfert inopérant ou inopposable, ou si une loi prévoit que les effets de tout droit acquis par une personne en vertu d'un transfert de titres comprennent le droit de réutiliser les titres avec ou sans le consentement de l'autre personne, alors que l'autre loi considère la nature juridique et les effets d'un transfert de façon plus limitée (voir les para. 2-18 à 2-20). De plus, comme l'article 11(3) l'exprime clairement, des conditions étrangères relatives à l'opposabilité ou aux priorités entre droits concurrents ne sont pas contraires à l'ordre public du for du seul fait qu'elles sont différentes des exigences ou règles du for.

11-8 Comme indiqué dans les observations liminaires (voir le para. 11-3), bien que l'article 11(1) soit rédigé dans les termes habituels des Conventions de La Haye, il doit être lu à la lumière de l'important article 11(3) auquel l'article 11(1) est soumis (voir le para. 11-12).

III. Article 11(2) : lois de police du for

11-9 L'article 11(2), à l'instar de certains dispositions d'autres traités de droit international privé (par ex. l'art. 7(2) de la *Convention de Rome de 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles*), dispose que la Convention ne porte pas atteinte à l'application des dispositions du for qui sont « impératives » au sens du droit international privé. Les dispositions visées par l'article 11(2) sont des dispositions de droit *matériel* (et non des règles de droit international privé) devant être appliquées même aux opérations transfrontalières ou purement étrangères, cette obligation résultant explicitement de la loi ou étant implicite (fondée sur un objectif fondamental sous-jacent dont la réalisation impose l'application même aux opérations autres que nationales et régies par un droit étranger). Les dispositions visées ne sont pas seulement impératives, au sens du droit interne de dispositions contraignantes et insusceptibles de dérogations par conventions particulières, mais doivent être impératives au sens du droit international privé en ce que le tribunal du for est tenu de les appliquer même dans des opérations autres que nationales régies par un droit étranger. En d'autres termes, les lois de police du for sont des dispositions de droit *matériel* qui sont d'application *exclusive* même lorsque les règles de droit international privé du for désignent un système juridique étranger comme applicable et quelle que soit la teneur de celui-ci, c'est-à-dire même lorsque l'application des règles pertinentes (écartées) de la loi étrangère désignée aurait mené au même résultat qu'escompté selon le droit interne. Il est clair que seules les *lois* de police du for doivent être appliquées, alors que pour le reste, la loi de la Convention continue de primer. Là encore, cette question n'est pas laissée à l'appréciation du juge particulier, et là encore, il est prévu que l'application de cette exception sera extrêmement rare.

11-10 L'exception de l'article 11(2) doit être lue à la lumière de l'article 11(3) auquel elle est soumise (voir le para. 11-12).

11-11 Comme l'indique clairement l'article 11(2), l'exception ne s'applique qu'aux lois de police *du for,* et non à celles d'autres Etats. Ainsi, les lois de police d'*Etats tiers ne doivent pas* être appliquées ou prises en compte. A cet égard, un consensus clair et rapide a existé entre les experts dès le tout début des délibérations (voir Doc. prél. No 1, p. 48 ; Doc. prél. No 2, p. 31). Le développement de cette exception en faveur des lois de police d'Etats tiers constituerait une réintroduction potentielle d'une incertitude (par ex., quel est l'Etat tiers dont les règles doivent être appliquées ? Quelles règles de l'Etat tiers sont des lois de police ? L'application doit-elle être obligatoire ou facultative ?) et donc empêcherait la réalisation de l'objectif de la Convention (la certitude juridique). En outre, la discussion sur le point de savoir si le concept devait être étendu au lois de police d'Etats tiers a conduit à noter que, bien que l'exception développée soit admise dans certains pays dans un contexte contractuel, le concept de lois de police d'Etats tiers n'est pas approprié dans le domaine des questions de l'article 2(1).

Exemple 11-1

L'investisseur I, résident de l'Etat A, fait créditer des titres à un compte de titres tenu pour lui par un intermédiaire qui traite un important volume d'affaires pertinentes dans l'Etat D. Les titres crédités au compte sont émis par une société constituée selon les lois de l'Etat C. Supposons qu'en vertu de la Convention (que ce soit selon le rattachement principal ou l'un des rattachements subsidiaires), la loi régissant toutes les questions de l'article 2(1) soit celle de l'Etat B. L'investisseur I constitue une sûreté portant sur les titres. Se reposant sur la Convention, le bénéficiaire de la sûreté rend sa sûreté opposable conformément à la loi de l'Etat B. La loi de l'Etat A impose le dépôt auprès d'un registre public dans l'Etat A pour l'opposabilité de nantissements de titres. La loi de l'Etat C impose que tous les nantissements de titres émis par des sociétés constituées dans l'Etat C soient enregistrés dans les livres de la société ou son agent de registre. La loi de l'Etat D impose que tous les nantissements de titres soient rendus opposables au moyen d'un acte authentique. La loi de l'Etat E impose que tous les nantissements de titres soient rendus opposables au moyen de la publication d'un avis affiché à la porte du palais de justice. Un contentieux concernant l'opposabilité et la priorité du nantissement se produit dans l'Etat E, bien que l'Etat E n'ait aucun lien avec les parties ou le nantissement. La Convention étant en vigueur dans l'Etat E, la loi de l'Etat B régit toutes les questions de l'article 2(1). Dans le cadre du contentieux, un créancier en concours fait valoir que le nantissement n'est pas opposable selon les lois des Etats A, C, D et E. Selon l'exception de la Convention à l'article 11(2), le tribunal ne peut tenir compte que des règles relatives à l'opposabilité de l'Etat B (voir le para. 11-214) et pas de celles des Etats A, C, D ou E, même si les règles perti-

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

require) a court to refuse to apply the law otherwise applicable under the Convention. The exception must be applied on a case-by-case basis. This is not to suggest, however, that the matter is left to the discretion of the particular judge – to do so would undermine the basic goal of the Convention (*i.e., ex ante* certainty) and would be contrary to the policy adopted by the Legislator (or whichever organ acts on behalf of a State or Regional Economic Integration Organisation) in deciding to become a Party to the Convention. Rather, there is abundant authority to the effect that the public policy exception applies only in the admittedly extremely rare cases where the relevant foreign rule, as applied to the facts of the case, would produce a result which departs so radically from the forum's concepts of fundamental justice that its application would be intolerably offensive to the forum's basic values.

11-7 Clearly, such a level of fundamental departure from basic values is *not* reached when, for example, the legal nature of the rights resulting from a credit of securities to a securities account is merely contractual under the Convention law, while under the law of the forum these rights would be proprietary in nature or vice versa. Likewise, such a level of fundamental departure would not be reached if either law classified the transfer of title by way of security or a sale and repurchase agreement as an effective disposition, whereas the other law would classify that transaction as an ineffective or unperfected disposition, or either law provided that the effects of the rights acquired by a person from a disposition of securities included the right to reuse the securities with or without the consent of the other person, whereas the other law would treat the legal nature and effects of a disposition as being more limited (see paras. 2-18 to 2-20). Moreover, as Article 11(3) expressly makes clear, foreign perfection requirements or priority rules do not violate the public policy of the forum merely because they are different from the forum's requirements or rules.

11-8 As stated in the introductory comments (see para. 11-3), although Article 11(1) is drawn up in standard Hague Convention terms, it must be read in light of the important Article 11(3) to which Article 11(1) is subject (see paras. 11-12).

III. Article 11(2): Internationally mandatory rules of the forum

11-9 Article 11(2), as some provisions in other private international law treaties (*e.g.*, Art. 7(2) of the *Rome Convention of 1980 on the Law Applicable to Contractual Obligations*), provides that the Convention does not prevent the application of the forum's rules that are "mandatory" in the private international law sense. The rules referred to in Article 11(2) are *substantive* rules (*i.e.*, not private international law rules) that must be applied even to transactions that are transnational or wholly foreign, this compulsion being explicit in the law or implicit (based upon an underlying fundamental purpose the achievement of which requires application even to non-domestic transactions governed by foreign law). The rules referred to are not merely mandatory in the internal law sense of being imperative and not subject to variation by contract, but must be mandatory in the private international law sense that the forum court is bound to apply them even in non-domestic transactions governed by foreign law. In other words, internationally mandatory rules of the forum are such *substantive* provisions which are to be *exclusively* applied even when the forum's rules of private international law designate a foreign legal system as applicable and irrespective of the content of the latter, that is, even when the result of the application of the (overruled) pertinent rules of the designated foreign law would have been the same as under domestic law. It is clear that only the forum's internationally mandatory *rules* are to be applied, while, for the rest, the Convention law continues to govern. Again, this is not a matter left to the discretion of the particular judge, and, again, it is anticipated that application of this exception will be extremely rare.

11-10 The Article 11(2) exception must be read in light of Article 11(3) to which it is subject (see para. 11-12).

11-11 As Article 11(2) clearly states, this exception applies only to internationally mandatory rules *of the forum*, but not to those of other States. Thus, internationally mandatory rules of *third States* are *not* to be applied or to be taken into account. In this respect clear and swift consensus among the experts existed from the very beginning of the proceedings (see Prel. Doc. No 1, p. 48; Prel. Doc. No 2, p. 31). Expansion of this exception in favour of internationally mandatory rules of third States would potentially reintroduce uncertainty (*e.g.*, the rules of which third State should be applied? Which of the third State's rules are internationally mandatory? Should the application be compulsory or discretionary?) and thus frustrate the purpose of the Convention (*i.e.*, legal certainty). Moreover, the discussion of the expansion concept noted that, although the expanded exception is admitted in some countries in a contractual context, the concept of internationally mandatory rules of third States is not appropriate in the context of the Article 2(1) issues.

Example 11-1

Investor I, a resident of State A, has securities credited to a securities account maintained for it by an intermediary which does a substantial volume of pertinent business in State D; the securities credited to the account are issued by a corporation incorporated under the laws of State C. Assume that under the Convention (whether its primary rule or one of its fall-back rules), the law governing all the Article 2(1) issues is that of State B. Investor I grants a security interest in the securities. Relying on the Convention, the secured party perfects its security interest in accordance with the law of State B. The law of State A requires that pledges of securities be perfected by a filing in a public register in State A. The law of State C requires that all pledges of securities issued by corporations incorporated in State C be noted on the books of the corporation or those of its registrar. The law of State D requires that all pledges of securities be perfected by means of a notarial instrument. The law of State E requires that all pledges of securities be perfected by publication of a notice posted on the courthouse door. Litigation concerning the perfection and priority of the pledge occurs in State E, although State E has no connection with the parties or the pledge. As the Convention is in force in State E, the law of State B governs all the Article 2(1) issues. In the litigation, a competing claimant asserts that the pledge is unperfected under the laws of States A, C, D and E. Under the Convention's exception in Article 11(2), the court can take into account only the rules relating to perfection of State B (see para. 11-12) and not those of States A, C, D or E, even if the relevant rules of those

Goode, Kanda and Kreuzer Report

nentes de ces Etats sont expressément des lois de police et que chacun des Etats A, C et D a un certain lien avec les titres ou les parties.

IV. Article 11(3) : une restriction importante

11-12 L'article 11(3) précise que même l'exception d'ordre public (voir les para. 11-6 à 11-8) et l'exception en faveur des lois de police (voir les para. 11-9 à 11-11) ne peuvent pas être invoquées pour imposer des conditions d'opposabilité prévues par le droit du for (par ex., l'obligation résultant de la loi sur les sociétés de 1985 au Royaume-Uni pour l'enregistrement de certains types de sûretés) pour toute sûreté conventionnelle ou autre transfert (y compris tout privilège légal couvert par l'art. 1(2)(c)) en remplacement ou en complément des conditions d'opposabilité prévues par la loi de la Convention. Ces exceptions ne peuvent pas non plus être invoquées pour appliquer une règle de droit du for portant sur les priorités entre droits concurrents. L'article 11(3) assure donc que la loi du for (i) imposant des conditions d'opposabilité ou (ii) se rapportant à des priorités n'écarte pas les dispositions de la loi de la Convention relatives à l'opposabilité ou se rapportant aux priorités entre droits concurrents sous le prétexte d'appliquer l'exception d'ordre public ou des lois de police. L'article 11(3) est ainsi en accord avec, et renforce, l'article 8(1) qui empêche un tribunal de l'insolvabilité d'imposer toute condition d'opposabilité autre que celles imposées en vertu de la loi de la Convention à l'égard de tout transfert survenu avant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité particulière (voir les para. 8-7 et 11-4). Cependant, l'article 11(3) ne rend pas les exceptions d'ordre public ou lois de police (art. 11(1) et (2)) inapplicables à une contestation prioritaire impliquant une revendication gouvernementale émanant de l'Etat qui est le for (par ex. un privilège fiscal) ou à une situation dans laquelle l'application de la loi de la Convention serait en contradiction avec le droit réglementaire du for, telles que des lois contre le blanchiment d'argent ou l'évasion fiscale, qui ne créent pas de droits concurrents mais visent plutôt à réglementer un comportement. En devenant Partie à la Convention, un Etat indique sa volonté que l'utilisation étendue – quasiment universelle – des règles de conflit de lois de la Convention, même lorsque cela entraîne l'application de règles d'opposabilité et de priorité différentes de ses propres règles de droit matériel, assure la promotion de la stabilité et de la croissance économiques de cet Etat (ainsi qu'à l'échelle mondiale), et produise également ses effets au bénéfice des parties (y compris les institutions gouvernementales et établissements financiers vitaux pour l'Etat), au sein de cet Etat aussi bien qu'en dehors. L'article 11(3) traduit la décision de chaque Etat contractant selon laquelle l'ordre public de cet Etat, à l'égard de l'opposabilité et des priorités, veut l'application de la loi matérielle déterminée en vertu de la Convention, et non des règles de droit matériel respectives du for, et que des juges individuels ne doivent pas empêcher la réalisation de l'objectif de certitude préalable en invoquant des considérations d'ordre public pour accorder la primauté à une autre réglementation afin de modifier ce résultat. L'article 11(3) ne constitue pas du tout une dérogation à l'ordre public de l'Etat contractant, c'est plutôt une déclaration claire de ce que constitue cet ordre public.

Exemple 11-2

Si un preneur de garantie a rendu opposable, en vertu de la loi de Singapour, sa sûreté portant sur des titres émis par un émetteur organisé selon la loi de Malaisie, et que la loi de Singapour est la loi déterminée en vertu de la Convention comme étant la loi applicable régissant toutes les questions de l'article 2(1), la sûreté sera reconnue comme ayant été rendue opposable dans tous les fors d'Etats où la Convention s'applique. En d'autres termes, il n'est pas nécessaire de satisfaire à une quelconque condition d'opposabilité résultant d'une loi autre que celle de Singapour devant un tribunal d'un Etat où la Convention s'applique. Il en est ainsi même si la loi de Malaisie comprend des exigences ou procédures réglementaires particulières régissant les transferts de titres dans les registres du DCT de Malaisie (y compris, par ex., des dispositions interdisant la détention de titres sur des comptes offshore). L'article 11(3) assure que ces exigences réglementaires ne peuvent compléter ou écarter la loi de Singapour à l'égard de l'opposabilité, et doivent ne pas être prises en compte par les tribunaux de tous les Etats parties. En d'autres termes, si de tels dispositifs réglementaires continuent clairement de relever des prérogatives de tout Etat contractant, ils ne peuvent être considérés comme une étape supplémentaire nécessaire à « l'opposabilité ». Ceci est particulièrement approprié car la situation de fait la plus probable présentant cette question impliquerait des transferts réalisés dans les livres d'intermédiaires, à des niveaux inférieurs à l'étranger, qui sont convenus avec leurs titulaires de comptes de ce que la loi applicable est une loi autre que celle de Malaisie, mais la règle n'est en aucun cas limitée à cette situation. Bien entendu, si la procédure a lieu devant un tribunal de Malaisie, et si, mais seulement si, la loi de Malaisie est la loi applicable en vertu de la Convention pour régir l'opposabilité à l'égard de cette sûreté portant sur ces titres, le juge de Malaisie appliquera la loi de Malaisie et pourra considérer le droit du preneur de garantie comme inopposable (voire nul) si des conditions malaisiennes requises n'ont pas été remplies. En pareil cas, cependant, il agira de la sorte parce que la loi de Malaisie est la loi de la Convention, et non à cause de l'application de ces conditions en vertu de l'article 11(1) ou (2) dans le cadre de l'ordre public malaisien. Du fait de l'article 11(3), même devant un tribunal de Malaisie, les exigences réglementaires malaisiennes ne peuvent être imposées à titre d'exigences supplémentaires pour l'opposabilité.

Article 12 *Détermination de la loi applicable en relation avec un Etat à plusieurs unités*

1. Si le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu que la loi applicable est la loi d'une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités,

a) la référence à « l'Etat » dans la première phrase de l'article 4(1) vise cette unité territoriale ;

b) les références à « cet Etat » dans la deuxième phrase de l'article 4(1) visent l'Etat à plusieurs unités concerné.

2. Pour l'application de la présente Convention,

a) la loi en vigueur dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités vise aussi bien la loi de cette unité territoriale que, dans la mesure où elle est applicable dans cette unité territoriale, la loi de l'Etat à plusieurs unités concerné ;

b) si la loi en vigueur dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités désigne la loi d'une autre unité territoriale du même Etat comme étant la loi régissant l'opposabilité par voie de dépôt public, d'inscription publique ou d'enregistrement public, la loi qui régit cette question est la loi de cette autre unité territoriale.

3. Un Etat à plusieurs unités peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration énonçant que si, en vertu de l'article 5, la loi applicable est la loi de cet

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

States were expressly internationally mandatory and even though each of States A, C and D has some connection with the securities or the parties.

IV. Article 11(3): An important limitation

11-12 Article 11(3) makes clear that even the public policy exception (see paras. 11-6 to 11-8) and the internationally mandatory forum rule exception (see paras. 11-9 to 11-11) may not be used to impose any perfection requirements of the forum (*e.g.*, the requirement under the UK Companies Act 1985 to register certain types of charges) on any consensual security interest or other disposition (incl. any statutory lien falling within Art. 1(2)(c)) in lieu of or in addition to the perfection requirements of the Convention law. Nor may these exceptions be used to apply any rule of the forum relating to priorities between competing interests. Article 11(3) thus ensures that the forum's law (i) imposing requirements for perfection or (ii) relating to priorities does not displace the Convention law with respect to the perfection of interests or priorities between competing interests, under the guise of applying the public policy exception or internationally mandatory rules. Article 11(3) is thus consistent with and reinforces Article 8(1), which prevents an insolvency court from imposing any perfection requirements other than those imposed under the Convention law with respect to any disposition that occurred before the opening of a particular insolvency proceeding (see paras. 8-7 and 11-4). Article 11(3) does not, however, make the public policy or internationally mandatory rules exceptions (Arts. 11(1) and (2)) inapplicable to a priority contest involving a governmental claim of the State which is the forum (*e.g.*, a tax lien) or to a situation in which the application of the Convention law would conflict with the forum's regulatory laws, such as anti-money laundering or anti-tax evasion laws, which do not create competing interests but instead regulate behaviour. By becoming a party to the Convention, a State indicates its determination that the widespread – virtually universal – utilisation of the Convention's conflict of laws rules, even when that results in the application of perfection and priority rules different from its own substantive rules, promotes economic stability and growth of that State (as well as globally) and also redounds to the benefit of parties (incl. governmental institutions and financial institutions vital to the State) within as well as outside that State. Article 11(3) reflects the decision by each Contracting State that the public policy of that State, with respect to perfection and priorities, is the application of the substantive law determined under the Convention, not the respective substantive rules of the forum, and that individual judges are not to frustrate attainment of the goal of ex ante certainty by invoking public policy considerations to give primacy to another policy so as to change that result. Article 11(3) is not at all a derogation from the Contracting State's public policy; rather, it is a clear announcement of what that policy is.

Example 11-2

If a collateral taker has perfected, under Singapore law, its security interest in securities issued by an issuer organised under the laws of Malaysia, and Singapore law is the law determined under the Convention as the applicable law governing all the Article 2(1) issues, the security interest will be recognised as perfected in all fora of States where the Convention applies. In other words, any perfection requirement imposed by a law other than Singapore law need not be satisfied before a court of a State where the Convention applies. This is the case even if Malaysian law includes special regulatory requirements or procedures regulating the transfer of securities on the books of the Malaysian CSD (including, e.g., provisions prohibiting the holding of securities in off-shore accounts). Article 11(3) ensures that such regulatory requirements cannot add to or displace the Singapore perfection law and must be ignored by the courts of all States party. In other words, while such regulatory schemes clearly remain the prerogative of any Contracting State, they cannot be regarded as a necessary further step for 'perfection'. This is particularly appropriate since the most likely fact pattern presenting this issue would involve transfers operated on the books of lower-tier intermediaries abroad who have agreed with their account holders that the governing law is a law other than Malaysian law, but the rule is by no means limited to that pattern. Of course, if the proceeding takes place in a court of Malaysia and if but only if Malaysian law is the applicable law under the Convention which governs the perfection with respect to this security interest in these securities, the Malaysian judge will apply Malaysian law and may regard the interest of the collateral taker as unperfected (or possibly void) if any applicable Malaysian requirements have not been satisfied. In such a case, however, it will do so because Malaysian law is the Convention law, not because of the application of those requirements under Article 11(1) or (2) as a matter of Malaysian public policy. As a result of Article 11(3), even in a Malaysian court, the Malaysian regulatory requirements cannot be imposed as additional requirements for perfection.

Article 12 *Determination of the applicable law for Multi-unit States*

1. If the account holder and the relevant intermediary have agreed on the law of a specified territorial unit of a Multi-unit State –

a) the references to "State" in the first sentence of Article 4(1) are to that territorial unit;

b) the references to "that State" in the second sentence of Article 4(1) are to the Multi-unit State itself.

2. In applying this Convention –

a) the law in force in a territorial unit of a Multi-unit State includes both the law of that unit and, to the extent applicable in that unit, the law of the Multi-unit State itself;

b) if the law in force in a territorial unit of a Multi-unit State designates the law of another territorial unit of that State to govern perfection by public filing, recording or registration, the law of that other territorial unit governs that issue.

3. A Multi-unit State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that if, under Article 5, the applicable law is that

Etat à plusieurs unités ou de l'une de ses unités territoriales, les règles de conflit internes en vigueur dans cet Etat à plusieurs unités détermineront si ce sont les règles de droit matériel de cet Etat à plusieurs unités ou d'une unité territoriale spécifique de cet Etat à plusieurs unités qui s'appliquent. Un Etat à plusieurs unités qui fait une telle déclaration doit communiquer les informations relatives au contenu de ces règles de conflit internes au Bureau Permanent de la Conférence de La Haye de droit international privé.

4. Un Etat à plusieurs unités peut, à tout moment, faire une déclaration précisant que si la loi applicable en vertu de l'article 4 est la loi de l'une de ses unités territoriales, la loi de cette unité territoriale s'applique uniquement si l'intermédiaire pertinent a un établissement dans cette unité territoriale qui remplit la condition prévue à la deuxième phrase de l'article 4(1). Une telle déclaration n'a aucun effet sur un transfert effectué avant que la déclaration ne prenne effet.

I. Introduction

12-1 L'article 12 établit plusieurs règles essentielles d'interprétation et de fond se rapportant à l'application de la Convention à l'égard des Etats à plusieurs unités. La Convention définit un Etat à plusieurs unités comme étant un « Etat dans lequel deux ou plusieurs unités territoriales de cet Etat ou cet Etat et une ou plusieurs de ses unités territoriales ont leur propres règles de droit se rapportant aux questions mentionnées à l'article 2(1) » (voir le commentaire de l'art. 1(1)(m) au para. 1-28). L'ensemble de règles peut donc émaner soit d'unités territoriales d'un Etat à plusieurs unités (par ex., les états et territoires d'Australie), soit de différents niveaux de gouvernement (par ex., lois d'états et lois fédérales aux Etats-Unis).

12-2 L'article 12 n'a pas vocation à être appliqué uniquement par ou au sein d'Etats à plusieurs unités, mais est d'importance égale pour les Etats autres qu'à plusieurs unités. Il doit lui être donné effet par et au sein de *tous* les Etats où la Convention est en vigueur, afin de déterminer, à l'égard des Etats à plusieurs unités, la loi applicable à l'une quelconque des questions mentionnées à l'article 2(1).

12-3 L'article 12(1) explique comment le rattachement principal (art. 4) fonctionne en rapport avec les Etats à plusieurs unités lorsque les parties ont désigné la loi d'une unité territoriale particulière (voir les para. 12-6 et s.) ; l'article 12(2)(a) clarifie le sens de l'expression « loi en vigueur dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités » utilisée dans la Convention (voir les para. 12-12 et 12-13) ; l'article 12(2)(b) préserve les règles internes de conflit de lois se rapportant à l'opposabilité par voie de dépôt, d'inscription ou d'enregistrement (voir les para. 12-14 et 12-15) ; et les articles 12(3) et (4) permettent à un Etat à plusieurs unités de faire certaines déclarations en rapport avec le fonctionnement des articles 4 et 5 dans cet Etat à plusieurs unités (voir les para. 12-16 et s. et 12-21 et s.).

12-4 L'article 12 *n'est pas* une clause d'*extension* aux Etats à plusieurs unités (voir le commentaire de l'art. 20).

12-5 La version définitive de l'article 12 n'a donc pu être rédigée qu'après qu'une réponse définitive eut été apportée à la question préliminaire de l'aspect des règles sur le conflit de lois. Cette réponse n'a été apportée qu'au cours de la Session diplomatique mais d'une manière permettant une simplification considérable du dernier projet, très complexe, précédant la Session diplomatique (voir art. 11, avant-projet de juin 2002, Doc. prél. No 15). En ce qui concerne la genèse de l'article 12, la plupart des projets et éléments produits au cours des délibérations ne sont pas d'un grand secours pour l'interprétation de cette disposition.

II. Article 12(1) : le fonctionnement du rattachement principal de la Convention (art. 4(1)) en rapport avec un Etat à plusieurs unités

12-6 L'article 12(1) établit des règles pour interpréter l'article 4(1) lorsque (et uniquement lorsque) le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent sont convenus de la loi d'une unité territoriale particulière d'un Etat à plusieurs unités. A cet égard important, le paragraphe premier diffère du reste de l'article 12, dont les dispositions ne dépendent pas d'un tel accord. Il est évident que l'applicabilité de l'article 12(1) présuppose que l'accord en vertu de l'article 4(1) est opérant.

12-7 Si les parties n'ont pas désigné la loi d'une unité territoriale particulière, mais par contre soit (a) ne sont pas expressément convenues d'une loi régissant la convention de compte ou toutes les questions mentionnées à l'article 2(1), soit (b) sont expressément convenues de la loi d'un Etat à plusieurs unités elle-même (par ex., « la loi du Canada » ou « la loi des Etats-Unis ») (cette dernière situation a peu de chances de se produire si l'une des parties est avisée), les paragraphes (1) et (4) ne sont pas applicables. Cependant, le reste de l'article 12 s'applique néanmoins chaque fois que la loi applicable déterminée par la Convention est celle d'un Etat à plusieurs unités.

12-8 L'article 4(1) ne donne effet à l'accord exprès dans une convention de compte pour la loi d'un *Etat* qu'à condition que l'intermédiaire pertinent ait un établissement conforme dans cet *Etat*. L'article 4(1) présuppose donc que l'Etat visé a un seul ensemble de règles pertinentes. L'article 4(1) ne traite pas de la situation dans un Etat à plusieurs unités. L'article 12(1) a donc pour objet d'adapter l'article 4(1) à de telles situations et ainsi, la disposition indique implicitement que les parties peuvent choisir la loi non seulement d'*Etats* mais également d'*unités territoriales*. Comme l'article 4(1) utilise le terme d'Etat à plusieurs reprises, l'article 12(1) explique comment interpréter le terme d'Etat dans ces diverses références et établit qu'à l'égard des Etats à plusieurs unités, le terme d'Etat dans l'article 4(1) a deux sens différents.

12-9 D'abord, le paragraphe (1)(a) établit que si les parties sont expressément convenues de la loi d'une unité territoriale particulière d'un Etat à plusieurs unités (soit comme loi régissant la convention de compte soit comme autre loi régissant toutes les questions de l'article 2(1)), la loi applicable est la loi de cette unité territoriale indiquée (sous réserve de la condition d'établissement conforme, appliquée de manière appropriée dans ce contexte ; voir le para. 12-10). En d'autres termes, si les parties choisissent la loi d'une unité territoriale particulière, leur accord n'indique pas juste l'Etat à plusieurs unités mais désigne (« atteint ») bien l'unité territoriale indiquée. Par exemple, si les parties sont convenues de la loi de Nouvelle-Galles du Sud (NGS – *New South Wales*), le paragraphe (1)(a) dispose que la loi en vigueur en NGS s'appliquera à toutes les questions de l'article 2(1). Ainsi, lorsque des parties désignent la loi d'une unité territoriale particulière d'un Etat à plusieurs unités, les références à un « Etat » dans la première phrase de l'article 4(1) visent cette unité territoriale (voir les para. 12-12 et 12-13, expliquant le sens réel d'une référence à la « loi en vigueur » dans une unité territoriale, et les para. 12-14 et 12-15 sur la préservation des règles internes de conflit de lois à l'égard de l'opposabilité obtenue par voie de dépôt, d'inscription ou d'enregistrement).

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

of the Multi-unit State or one of its territorial units, the internal choice of law rules in force in that Multi-unit State shall determine whether the substantive rules of law of that Multi-unit State or of a particular territorial unit of that Multi-unit State shall apply. A Multi-unit State that makes such a declaration shall communicate information concerning the content of those internal choice of law rules to the Permanent Bureau of the Hague Conference on Private International Law.

4. A Multi-unit State may, at any time, make a declaration that if, under Article 4, the applicable law is that of one of its territorial units, the law of that territorial unit which satisfies the condition specified in the second sentence of Article 4(1). Such a declaration shall have no effect on dispositions made before that declaration becomes effective.

I. Introduction

12-1 Article 12 sets forth several crucial interpretative and substantive provisions relating to the application of the Convention with regard to Multi-unit States. The Convention defines a Multi-unit State as "a State within which two or more territorial units of that State, or both the State and one or more of its territorial units, have their own rules of law in respect of any of the issues specified in Article 2(1)" (see commentary on Art. 1(1)(m) in para. 1-28). The sets of rules, therefore, may emanate either from different territorial units of a Multi-unit State (*e.g.*, the states and territories of Australia), or from different levels of government (*e.g.*, federal and state laws in the United States).

12-2 Article 12 is not meant to be applied exclusively by or within Multi-unit States, but is equally important for non-Multi-unit States; it must be given effect by and within *all* States where the Convention is in force, in determining, with regard to Multi-unit States, the law applicable to any of the issues specified in Article 2(1).

12-3 Article 12(1) explicates how the primary rule (Art. 4) operates in relation to Multi-unit States when the parties have designated the law of a particular territorial unit (see paras. 12-6 *et seq.*); Article 12(2)(a) clarifies the meaning of the phrase "law in force in a territorial unit of a Multi-unit State" used in the Convention (see paras. 12-12 and 12-13); Article 12(2)(b) preserves internal conflict of laws rules in respect of perfection by filing, recording or registration (see paras. 12-14 and 12-15); and Article 12(3) and (4) permit a Multi-unit State to make certain declarations in relation to the operation of Articles 4 and 5 in that Multi-unit State (see paras. 12-16 *et seq.*, and 12-21 *et seq.*).

12-4 Article 12 is *not* a Multi-unit State *extension* clause (see commentary to Art. 20).

12-5 The final version of Article 12 could only be drafted after the preliminary question of how the conflict choice of laws rules would look was definitely answered. This answer was given only during the Diplomatic Conference but in a way allowing considerable simplification of the very complex last pre-Conference draft (see Art. 11, June 2002 preliminary draft, Prel. Doc. No 15). With regard to this genesis of Article 12, most of the drafts and materials produced during the proceeding are not very helpful for the interpretation of that provision.

II. Article 12(1): The operation of the Convention's primary rule (Art. 4(1)) in relation to a Multi-unit State

12-6 Article 12(1) provides rules for interpreting Article 4(1) when, but only when, the account holder and the relevant intermediary have agreed on the law of a specified territorial unit of a Multi-unit State. In this important respect, paragraph 1 differs from the remainder of Article 12 whose provisions are not dependent on such an agreement. It is clear that the applicability of Article 12(1) presupposes the agreement under Article 4(1) being effective.

12-7 If the parties have not designated the law of a particular territorial unit, but instead have either (a) not expressly agreed on a law governing the account agreement or all of the issues specified in Article 2(1), or (b) expressly agreed on the law of a Multi-unit State itself (*e.g.*, the "law of Canada" or the "law of the United States") (this latter event is unlikely to occur if either of the parties is well-advised), paragraphs (1) and (4) are not applicable; the remainder of Article 12, however, nevertheless applies whenever the applicable law determined by the Convention is that of a Multi-unit State.

12-8 Article 4(1) only gives effect to the express agreement in an account agreement to the law of a *State* provided that the relevant intermediary has a Qualifying Office in that *State*. Thus, Article 4(1) presupposes that the State pointed to has only one set of pertinent rules. Article 4(1) does not address the situation in a Multi-unit State. Hence, Article 12(1) is designed to adapt Article 4(1) to such situations and, by doing so, the provision implicitly states that the parties may choose the law not only of *States* but also of *territorial units*. As Article 4(1) uses the term State several times, Article 12(1) explicates how to construe the term "State" in these several references and establishes that, with respect to Multi-unit States, the term "State" in Article 4(1) has two different meanings.

12-9 First, paragraph (1)(a) makes clear that if the parties have expressly agreed on the law of a particular territorial unit of a Multi-unit State (either as the law governing the account agreement or as another law governing all the Article 2(1) issues), the applicable law is the law of that specified territorial unit (subject to the Qualifying Office condition, as appropriately applied in this context; see paras. 12-10). In other words, if the parties designate the law of a particular territorial unit, their agreement does not reach merely the Multi-unit State but indeed reaches the specified territorial unit. For example, if the parties have agreed on the law of New South Wales (NSW), paragraph (1)(a) provides that the law in force in NSW will apply to all the Article 2(1) issues; thus, in the context of the parties' specification of the law of a particular territorial unit of a Multi-unit State, the references to "State" in the first sentence of Article 4(1) are references to that territorial unit (see paras. 12-12 and 12-13, explaining what is actually meant by a reference to the "law in force" in a territorial unit, and paras. 12-14 and 12-15, on the preservation of internal conflict of laws rules in respect of perfection by filing, recording or registration).

Goode, Kanda and Kreuzer Report

12-10 En revanche, dans ce même scénario (c'est-à-dire si les parties sont convenues de l'applicabilité de la loi d'une unité territoriale particulière d'un Etat à plusieurs unités), le paragraphe (1)(b) dispose que le terme « cet Etat » dans la seconde phrase de l'article 4(1) vise l'Etat à plusieurs unités lui-même. La condition d'établissement conforme est donc remplie si l'intermédiaire pertinent a un établissement conforme *n'importe où* dans l'Etat à plusieurs unités (voir l'exemple 12-2). Il n'est donc pas nécessaire que l'établissement conforme soit situé dans l'unité territoriale dont la loi a été convenue entre les parties. Le paragraphe (4) permet cependant à un Etat à plusieurs unités, au moyen d'une déclaration, d'imposer une condition géographiquement plus stricte que celle d'application générale en vertu de l'article 4(1). Une telle déclaration doit être respectée par tout Etat où la Convention est en vigueur, et non seulement lorsque cet Etat à plusieurs unités est le for (voir les para. 12-21 et s.).

12-11 En ce qui concerne le paragraphe (1)(b), il convient de faire deux autres observations. D'abord, la règle interprétative du paragraphe (1)(b) *ne peut pas* donner lieu à une situation de renvoi, c'est-à-dire au fait que la loi applicable est celle soit (a) d'un Etat autre que l'Etat au sein duquel l'unité territoriale convenue est située, soit (b) d'une unité territoriale au sein d'un Etat à plusieurs unités autre que l'Etat à plusieurs unités au sein duquel l'unité territoriale convenue est située. Il en est ainsi à la fois en raison des termes exprès du paragraphe (1)(b) et en raison de l'article 10 qui exclut de manière générale le renvoi dans la Convention. Ensuite, la règle d'interprétation au paragraphe (1)(b) *n'implique pas* que des parties qui conviennent de la loi d'une unité territoriale particulière d'un Etat à plusieurs unités ne sont pas tenues de remplir la condition d'établissement conforme alors que les parties qui conviennent de la loi d'un Etat autre qu'un Etat à plusieurs unités seraient tenues de la remplir. Aucun des deux ensembles de parties n'est libéré de la condition selon laquelle au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, un établissement conforme doit être situé quelque part dans l'Etat pertinent (Etat à plusieurs unités ou non). C'est l'Etat à plusieurs unités lui-même qui détermine, en faisant ou non une déclaration en vertu du paragraphe (4), si, à titre de règle de politique interne, l'établissement conforme doit être situé dans l'unité territoriale convenue ou n'importe où dans l'Etat à plusieurs unités. Les parties doivent remplir la condition d'établissement conforme ainsi déterminée par l'Etat à plusieurs unités.

Exemple 12-1

L'investisseur I ouvre un compte de titres auprès d'un intermédiaire organisé selon les lois de l'état d'Ohio, la Banque A. La convention de compte prévoit expressément qu'elle est régie par la loi de l'état de New York et ne prévoit pas expressément qu'une autre loi régit toutes les questions de l'article 2(1). Au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, la Banque A avait un établissement conforme à New York. Par la suite, l'investisseur I constitue au bénéfice d'un bailleur de fonds organisé selon la loi anglaise une sûreté portant sur le compte de titres de l'investisseur I et tous les titres crédités sur celui-ci. En vertu de l'article 4(1), première phrase, interprétée en appliquant la règle de l'article 12(1)(a), toutes les questions de l'article 2(1), y compris celle de l'opposabilité, sont régies par la loi en vigueur dans l'état de New York. Dans cet exemple, un scénario qui n'a rien d'exceptionnel, l'établissement de New York aurait rempli la condition d'établissement conforme, que les Etats-Unis aient ou non fait une déclaration en vertu de l'article 12(4), parce que l'établissement était situé dans l'état de New York, l'unité territoriale désignée par la clause d'élection de droit. L'état de New York étant une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, l'article 12(2)(a) sera pertinent pour déterminer la teneur de cette loi, et dans certains cas, l'article 12(2)(b) sera également pertinent (voir les para. 12-12 et 12-13, et 12-14 et 12-15 respectivement).

Exemple 12-2

Les faits sont identiques à ceux de l'exemple 12-1, sauf qu'au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, le seul établissement de la Banque A était situé dans l'état d'Ohio. Si les Etats-Unis n'ont pas fait de déclaration en vertu de l'article 12(4), la condition indiquée à la seconde phrase de l'article 4(1) est néanmoins remplie, car la Banque A avait un établissement conforme au sein de l'Etat à plusieurs unités, c'est-à-dire aux Etats-Unis (bien que cet établissement ne soit pas situé dans l'unité territoriale indiquée par la convention de compte). Ainsi, comme dans l'exemple 12-1, toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) sont régies par la loi en vigueur dans l'état de New York. Là encore, le paragraphe (2)(a) sera pertinent, et le paragraphe (2)(b) pourrait l'être également.

Exemple 12-3

Un intermédiaire et son client concluent une convention de compte prévoyant expressément qu'elle est régie par la loi de la Colombie-Britannique et ne prévoyant pas expressément qu'une loi différente régit toutes les questions de l'article 2(1). Au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, l'intermédiaire n'avait aucun établissement en Colombie-Britannique ou ailleurs au Canada. La condition indiquée à la seconde phrase de l'article 4(1), bien qu'interprétée à la lumière de l'article 12(1)(b), n'est pas remplie, car l'intermédiaire n'a pas d'établissement conforme au Canada. La désignation par les parties de la loi de la Colombie-Britannique comme loi applicable est donc inopérante en vertu de l'article 4(1) pour déterminer la loi régissant toutes les questions de l'article 2(1). De ce fait, si par la suite les titres crédités sur le compte de titres du client sont nantis, la loi applicable n'est pas déterminée par l'article 4 mais selon l'un des rattachements subsidiaires de l'article 5. Il est à noter que cela pourrait faire entrer en jeu l'article 12(3) si le rattachement subsidiaire désigne la loi d'un Etat à plusieurs unités et que cet Etat a fait une déclaration en vertu de ce paragraphe.

III. Article 12(2)(a) : la « loi en vigueur dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités »

12-12 Le paragraphe (2)(a) précise le sens de l'expression « loi en vigueur dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités », utilisée dans plusieurs dispositions de la Convention (art. 4(1), 5(1), 5(2), 5(3), 10, 12(2)(b), 16(3) et 16(4)). Le paragraphe (2)(a) définit ce terme comme comprenant à la fois la loi de cette *unité territoriale* et, dans la mesure où elle est applicable (selon la loi soit de l'unité territoriale, soit de l'Etat à plusieurs unités) dans cette unité, la loi de *l'Etat à plusieurs unités*. Cette règle reconnaît et met en oeuvre de plein droit les règles de fédéralisme existantes dans certains Etats à plusieurs unités (par ex. préservant l'effet des règles prépondérantes applicables aux titres du Gouvernement des Etats-Unis et de ses agences). Si, en vertu de la règle pertinente de la Convention, la loi applicable est, par exemple, la loi de New York, cela désigne donc non seulement la loi de l'état de New York mais également toute loi fédérale des Etats-Unis en vigueur à New York et pertinente au regard de la question en cause.

12-10 On the other hand, in this same scenario (*i.e.*, if the parties have agreed on the applicability of the law of a specified territorial unit of a Multi-unit State), paragraph (1)(b) establishes that the term "that State" in the second sentence of Article 4(1) refers to the Multi-unit State itself. Thus, the Qualifying Office condition is satisfied if the relevant intermediary has a Qualifying Office *anywhere* in the Multi-unit State (see Example 12-2). Thus, the Qualifying Office need not necessarily be in the territorial unit whose law has been agreed upon by the parties. Paragraph (4), however, permits, by means of a declaration, a Multi-unit State to impose (to be enforced in every State where the Convention is in force, not just when that Multi-unit State is the forum) a geographically more stringent condition than the one generally applicable under Article 4(1) (see paras. 12-21 *et seq.*).

12-11 With respect to paragraph (1)(b), two further observations are to be made. First, the interpretative rule of paragraph (1)(b) *cannot* lead to a *renvoi* situation, that is, to the result that the applicable law is that of either (a) a State other than the State within which the agreed territorial unit is located, or (b) a territorial unit within a Multi-unit State other than the Multi-unit State within which the agreed territorial unit is located. This is true both because of the express language of paragraph (1)(b) and because of Article 10 which generally excludes *renvoi* in the Convention. Secondly, the interpretative rule of paragraph (1)(b) does *not* imply that parties that agree on the law of a particular territorial unit of a Multi-unit State do not have to satisfy the Qualifying Office requirement while parties that agree on the law of a non-Multi-unit State would have to satisfy that requirement. Neither set of parties is free from the need to satisfy the requirement that there is situated, at the time the governing law agreement is made, a Qualifying Office somewhere in the relevant State (Multi-unit State or not). It is the Multi-unit State itself that determines, by making or not a declaration under paragraph (4), whether, as a matter of its internal policy, the Qualifying Office need be within the agreed territorial unit or may be anywhere in the Multi-unit State; the parties must satisfy the Qualifying Office requirement in this way determined by the Multi-unit State.

Example 12-1

Investor I opens a securities account with an intermediary organised under the laws of the state of Ohio, Bank A. The account agreement expressly specifies that it is governed by the laws of the state of New York and does not expressly provide that a different law governs all the Article 2(1) issues. At the time the governing law agreement was made, Bank A had a Qualifying Office in New York. Later, Investor I grants to a lender organised under English law a security interest in Investor I's securities account and all securities credited to it. Under Article 4(1), first sentence, as interpreted using the rule of Article 12(1)(a), all the Article 2(1) issues, including the perfection issue, are governed by the law in force in the state of New York. In this example, a not uncommon scenario, the New York office would have satisfied the Qualifying Office requirement, whether or not the United States had made a declaration under Article 12(4), because the office was located in the state of New York, the territorial unit designated by the governing law clause. Because the state of New York is a territorial unit of a Multi-unit State, Article 12(2)(a) will be relevant in determining the content of that law, and, under some circumstances, Article 12(2)(b) will also be relevant (see paras. 12-12 and 12-13, and 12-14 and 12-15 respectively).

Example 12-2

Same facts as Example 12-1, except that at the time the governing law agreement was made, Bank A's only office was in the state of Ohio. If the United States has not made a declaration under Article 12(4), the condition specified in the second sentence of Article 4(1) is nevertheless satisfied, as Bank A had a Qualifying Office within the Multi-unit State, that is, within the United States (even though that office was not within the territorial unit specified in the account agreement). Thus, as in Example 12-1, all the issues specified in Article 2(1) are governed by the law in force in the state of New York. Again, paragraph (2)(a) will, and paragraph (2)(b) might also, be relevant.

Example 12-3

An intermediary and its customer enter into an account agreement which expressly provides that it is governed by the laws of British Columbia and does not expressly provide that a different law governs all the Article 2(1) issues. At the time the governing law agreement was made, the intermediary had no office in British Columbia or anywhere else in Canada. The condition specified in the second sentence of Article 4(1), even though interpreted pursuant to Article 12(1)(b), is not satisfied, as the intermediary has no Qualifying Office in Canada. The parties' designation of the law of British Columbia as the governing law is thus not effective under Article 4(1) to determine the law governing all the Article 2(1) issues. As a result, if later the shares credited to the customer's securities account are pledged, the applicable law is not determined by Article 4 but by one of the fall-back rules in Article 5. Note that this might bring Article 12(3) into play, if the fall-back rule designates the law of a Multi-unit State and that State has made a declaration under that paragraph.

III. Article 12(2)(a): The "law in force in a territorial unit of a Multi-unit State"

12-12 Paragraph (2)(a) clarifies the meaning of the term "law in force in a territorial unit of a Multi-unit State", a term used in several provisions of the Convention (Arts. 4(1), 5(1), 5(2), 5(3), 10, 12(2)(b), 16(3), and 16(4)). Paragraph (2)(a) defines this term as including both the law of that *territorial unit* and, to the extent applicable (under the law of either the unit or the Multi-Unit-State) in that unit, the law of the *Multi-unit State*. This rule recognises and automatically implements federalism rules that exist in some Multi-unit States (for example, preserving the effect of prevailing federal rules applicable to U.S. Government and Agency securities). Thus, if, under the relevant Convention rule, the applicable law is, for example, New York law, this means not only New York state law but also any US federal law in force in New York which is relevant to the issue in question.

12-13 Le paragraphe (2)(a) doit être lu à la lumière de l'article 10 qui exclut de manière générale le renvoi. L'expression de « loi en vigueur dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités » signifie donc la loi en vigueur *autre que les règles de conflit de lois*, c'est-à-dire les règles de droit matériel. En d'autres termes, la disposition ne peut pas par elle-même produire un renvoi au-delà des frontières nationales (c'est-à-dire la référence à la loi d'une unité territoriale d'un autre Etat à plusieurs unités ou la loi d'un autre Etat). De même, le paragraphe (2)(a) ne peut pas produire ce qui pourrait se concevoir comme un *renvoi interne* (c'est-à-dire la référence à la loi d'une unité territoriale différente de cet Etat à plusieurs unités). Cela ressort de ses dispositions dépourvues d'ambiguïté. Les seuls mécanismes de type renvoi admis en vertu de la Convention, qui pourraient être considérés comme des exceptions au principe figurant dans l'article 10, sont (a) la forme limitée de *renvoi interne* susceptible de se produire en vertu de l'article 12(2)(b) (voir les para. 12-14 et 12-15) et (b) la forme limitée de *renvoi interne* susceptible de se produire en vertu de l'article 5, si un Etat à plusieurs unités fait une déclaration en vertu de l'article 12(3) (voir les para. 12-21 et s.).

IV. Article 12(2)(b) : préservation des règles internes de conflit de lois se rapportant à l'opposabilité au moyen d'un dépôt, d'une inscription ou d'un enregistrement

12-14 Comme déjà indiqué, l'article 12(2)(b) autorise un *renvoi interne* étroitement circonscrit pour les règles devant régir l'opposabilité obtenue par voie de dépôt public, d'inscription publique ou d'enregistrement public. Cette norme fournit la seule occasion où les règles internes de conflit de lois au sein d'un Etat à plusieurs unités sont prises en compte dans une situation où la loi applicable est déterminée par l'article 4, c'est-à-dire le rattachement principal de la Convention, ou l'un des rattachements subsidiaires de l'article 5. Le paragraphe (2)(b) est une disposition importante qui entre en jeu par rapport à plusieurs Etats à plusieurs unités. Il traite du fait que, en vertu de la loi de plusieurs provinces canadiennes et états des Etats-Unis (bien que la question puisse tout aussi bien se produire dans d'autres Etats à plusieurs unités), la loi régissant l'opposabilité d'une sûreté portant sur des titres au moyen d'un enregistrement public ou dépôt public est la loi de la juridiction de situation du débiteur, et l'enregistrement ou le dépôt doivent être effectués dans cette juridiction[32]. Le paragraphe (2)(b) dispose que si la « loi en vigueur dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités » (voir les para. 12-12 et 12-13) désigne la loi d'une autre unité territoriale de cet Etat pour régir l'opposabilité par voie de dépôt public, d'inscription publique ou d'enregistrement public, la loi de cette autre unité territoriale régit cette question. La disposition permet donc une forme sévèrement limitée de *renvoi interne* en mettant en œuvre les règles de conflit de lois *internes* aux Etats à plusieurs unités – mais *uniquement* celles se rapportant à l'opposabilité, et même alors uniquement les règles se rapportant à l'opposabilité par voie de dépôt, d'inscription ou d'enregistrement. Il est à noter que cette règle s'applique en vertu du texte de la Convention et ne dépend pas de l'existence d'une déclaration de la part de l'Etat à plusieurs unités.

[32] Pour le Canada, voir par ex., Loi sur les sûretés mobilières, LRO 1990, c.p. 10 (LOSM), s.7(1)(b) ; pour les Etats-Unis, voir *Uniform Commercial Code* (UCC) Sections 9-301, 9-305(c)(1) et 9-307.

Exemple 12-4

Gotham Broker, un intermédiaire organisé selon les lois de l'état du Delaware, et son client, l'investisseur I qui réside dans l'état du New Jersey, concluent une convention de compte prévoyant expressément qu'elle est régie par les lois de New York. Elle ne prévoit pas expressément qu'une loi différente régit toutes les questions de l'article 2(1). Au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, Gotham Broker avait à New York un établissement conforme. Par la suite, l'investisseur I constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités sur celui-ci au bénéfice de la Banque japonaise. L'article 4(1) désignerait la loi de New York comme loi applicable à toutes les questions mentionnées dans l'article 2(1), y compris les conditions d'opposabilité. Si, comme ce sera habituellement le cas, la Banque japonaise rend sa sûreté opposable en prenant le « contrôle », au sens du droit matériel de New York, la loi de New York serait la loi applicable même si la Convention n'existait pas. Ceci résulte de l'Uniform Commercial Code (UCC) dans sa section 9-305(a)(3) (identique dans tous les 50 états), en vertu de laquelle, à l'égard de sûretés portant sur des security entitlements et comptes de titres, la loi régissant l'opposabilité et les priorités est la loi interne « de la juridiction de l'intermédiaire des titres telle qu'indiquée par la section 8-110(e) » lorsque l'opposabilité est obtenue par un moyen autre que le dépôt, l'inscription ou l'enregistrement. Dans le cas présent, cette juridiction est la juridiction désignée par la clause expresse d'élection de droit figurant dans la convention de compte. Aussi, l'article 12(2)(b) n'entre-il pas en jeu parce qu'il ne s'applique qu'à l'égard de règles de conflit de lois se rapportant à l'opposabilité par voie de dépôt, d'inscription ou d'enregistrement.

Si cependant la Banque japonaise décidait de rendre sa sûreté opposable au moyen d'un dépôt, alors, dans l'hypothèse où la Convention n'existe pas, la loi du New Jersey régirait l'opposabilité par voie de dépôt de sûretés portant sur des placements (un terme susceptible de recouvrir le bien donné en garantie dans cet exemple). Ceci résulte de la section 9-305(c)(1) (identique dans tous les 50 états) de l'UCC en vertu de laquelle la question de l'opposabilité, lorsqu'elle est obtenue par voie de dépôt, est régie par la loi interne de la juridiction du lieu de situation du débiteur (c'est-à-dire par la même règle que celle qui s'applique pour la plupart des autres types de garanties rendues opposables par voie de dépôt). Comme la Banque japonaise a rendu sa sûreté opposable par voie de dépôt et que la loi de New York désigne la loi du New Jersey (un autre état du même Etat à plusieurs unités), l'article 12(2)(b) est mis en jeu. Il rend opérant (au lieu de perturber) le dispositif de conflit de lois de New York à l'égard de l'opposabilité par voie de dépôt, désignant la loi du New Jersey aux fins de la Convention à l'égard de la question de l'opposabilité.

12-15 L'article 12(2)(b) ne donne expressément effet qu'à un *renvoi interne*, c'est-à-dire qu'il permet d'honorer la désignation de la loi matérielle applicable par les règles de conflit de lois en vigueur dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités uniquement en faveur de la loi d'une autre unité territoriale *dans le même Etat à plusieurs unités* (voir les mots « du même Etat » utilisés dans la disposition). En d'autres termes, si dans l'exemple 12-4 le débiteur était situé (ainsi qu'il est déterminé conformément à l'UCC section 9-307(b)) en Nouvelle-Zélande, l'article 12(2)(b) ne donnerait pas effet à la désignation par la loi de New York de la loi de Nouvelle-Zélande comme régissant l'opposabilité par voie de dépôt, et la loi de New York elle-même s'appliquerait. L'absence dans la Convention d'une disposition qui donnerait effet à un tel

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

12-13 Paragraph (2)(a) must be read in light of Article 10 which generally excludes *renvoi*. Therefore, the expression "law in force in a territorial unit of a Multi-unit State" means the law in force *other than conflict of laws rules*, that is, substantive law rules. In other words, the provision, by itself, cannot produce *renvoi* across international borders (*i.e.*, the further reference to the law of a territorial unit of a different Multi-unit State or the law of a different State). Likewise, Paragraph (2)(a) cannot produce what one might conceive of as an *internal renvoi* (*i.e.*, the further reference to the law of a different territorial unit of that Multi-unit State); this results from its plain language. The only *renvoi*-type mechanisms permitted under the Convention, which might be seen as exceptions from the principle reflected in Article 10, are: (a) the limited form of *internal renvoi* that might arise under Article 12(2)(b) (see paras. 12-14 and 12-15), and (b) the limited form of *internal renvoi* that might arise under Article 5, if a Multi-unit State makes a declaration under Article 12(3) (see paras. 12-21 *et seq.*).

IV. Article 12(2)(b): Preservation of internal conflict of laws rules in respect of perfection by filing, recording or registration

12-14 As already pointed out, Article 12(2)(b) allows a narrowly circumscribed *internal renvoi* for the rules to govern perfection by public filing, recording or registration. This norm provides the only occasion when respect is given to the internal conflict of laws rules within a Multi-unit State in circumstances where the applicable law is determined by Article 4 (*i.e.*, the primary rule of the Convention), or under one of the fall-back rules in Article 5. Paragraph (2)(b) is an important provision that comes into play with respect to several Multi-unit States. It addresses the fact that, under the laws of several Canadian provinces and U.S. states (although the issue might just as well arise in other Multi-unit States), the law governing the perfection of a security interest in securities by public registration or filing is the law of the jurisdiction in which the debtor is located and the registration or filing must be made in that jurisdiction.[32] Paragraph (2)(b) provides that if "the law in force in a territorial unit of a Multi-unit State" (see paras. 12-12 and 12-13) designates the law of another territorial unit of that State to govern perfection by public filing, recording or registration, the law of that other territorial unit governs that issue. The provision thus allows for a severely restricted form of *internal renvoi* by effectuating the conflict of laws rules *internal* to Multi-unit States – but *only* those relating to perfection, and then only rules governing perfection by filing, recording or registration. Note that this rule applies by virtue of the Convention's text and does not depend on the existence of a declaration by the Multi-unit State.

Example 12-4

Gotham Broker, an intermediary organised under the laws of the state of Delaware, and its customer, Investor I, who resides in the state of New Jersey, enter into an account agreement which expressly provides that it is governed by the laws of New York and does not expressly provide that a different law governs all the Article 2(1) issues. At the time the governing law agreement was made, Gotham Broker had a Qualifying Office in New York. Later, Investor I grants to Japanese Bank a security interest in the securities account and all securities credited to the account. Article 4(1) would designate the law of New York as the law applicable to all the issues specified in Article 2(1), including the perfection requirements. If, as would usually be the case, Japanese Bank perfected its security interest by taking "control" within the meaning of New York substantive law, New York law would likewise be the applicable law if the Convention did not exist; this is because, under UCC section 9-305(a)(3) (identical in all 50 states), the law governing perfection and priorities when, with respect to security interests in security entitlements and securities accounts, perfection is achieved by a method other than filing, recording or registration is the internal law of the "securities' intermediary's jurisdiction as specified in Section 8-110(e)", which, in this case, is the jurisdiction designated in the express governing law clause in the account agreement. In that event, Article 12(2)(b) is not called into play because it applies only with respect to conflict of laws provisions relating to perfection by filing, recording or registration.

If, however, Japanese Bank chose to perfect its security interest by filing, then, if the Convention did not exist, New Jersey law would govern with respect to perfection by filing of security interests in investment property (a term that would encompass the collateral in this example); this is because under UCC 9-305(c)(1) (identical in all 50 states), the issue of perfection, when achieved by filing, is governed by the internal law of the jurisdiction where the debtor is located (i.e., the same rule as holds true for most other types of collateral perfected by filing). Since Japanese Bank perfected its security interest by filing and New York law designates the law of New Jersey (another state of the same Multi-unit State), Article 12(2)(b) is called into play; it effectuates (rather than disrupts) the New York conflict of laws scheme with respect to perfection by filing, designating the law of New Jersey for purposes of the Convention with respect to the issue of perfection.

12-15 Article 12(2)(b) expressly effectuates only an *internal renvoi*, that is, it provides for the honouring of the designation of applicable substantive law by the conflict of laws rules in force in a territorial unit of a Multi-unit State only of the law of another territorial unit *within the same Multi-unit State* (see the words "of that State" used in the provision). In other words, if, in the example 12-4, the debtor were located (as determined in accordance with UCC Section 9-307(b)) in New Zealand, the designation by New York law, of the law of New Zealand as governing perfection by filing, would not be effectuated by Article 12(2)(b) and New York law itself would apply. The failure of the Convention to include a provision that would

[32] For Canada, see, *e.g.*, the Personal Property Security Act, R.S.O. 1990, c. P.10 (OPPSA), s. 7(1)(b); for the United States, see UCC Sections 9-301, 9-305(c)(1) and 9-307.

renvoi au-delà des frontières nationales n'est pas involontaire. Le respect de la fermeté de l'article 10 à l'encontre du renvoi authentique (c'est-à-dire international) fait partie de la solution convenue et reflétée à l'article 12(2)(b). Du point de vue de la pratique interne des Etats-Unis, il doit être gardé à l'esprit qu'en rapport avec des comptes de titres et des *security entitlements*, l'opposabilité par voie de dépôt constitue l'exception plutôt que la règle. De plus, même si elle ne sont pas rares, les situations dans lesquelles un débiteur est situé hors des Etats-Unis (au sens de l'UCC Section 9-307) restent pour la plupart perceptibles. En outre, même dans les situations impliquant un débiteur « étranger », la limitation est inapplicable si l'opposabilité est obtenue par un moyen autre que le dépôt, l'inscription ou l'enregistrement.

V. Article 12(3) : possibilité pour les Etats à plusieurs unités de faire une déclaration préservant les règles internes de conflit de lois dans le contexte de l'article 5

12-16 De même qu'en vertu du paragraphe 12(2)(b), l'article 12(3) permet une certaine forme de *renvoi interne* au sein des Etats à plusieurs unités. Selon cette disposition, un Etat à plusieurs unités peut faire une déclaration selon laquelle les règles de conflit *internes* en vigueur dans cet Etat à plusieurs unités doivent être appliquées si la loi désignée applicable en vertu de l'article 5 est celle de l'Etat à plusieurs unités déclarant lui-même ou de l'une de ses unités territoriales. Par conséquent, ce sont ces règles qui détermineront si la loi matérielle de cet Etat à plusieurs unités ou d'une unité territoriale particulière de cet Etat à plusieurs unités sera applicable. Le paragraphe (3) ne devrait pas souvent modifier le dénouement d'une situation concrète puisqu'il entre en jeu *uniquement* si la loi applicable est déterminée selon l'un des rattachements subsidiaires de l'article 5 et *uniquement* si un Etat à plusieurs unités a fait une déclaration en vertu de l'article 12(3).

12-17 La seconde phrase de l'article 12(3) impose délibérément une obligation claire (« doit » et non « peut ») à un Etat à plusieurs unités qui fait une telle déclaration de communiquer « les informations relatives au contenu de ces règles de conflit internes » au Bureau Permanent de la Conférence de La Haye de droit international privé. Cependant, l'exécution de cette obligation par l'Etat déclarant n'est pas une condition de l'efficacité de la déclaration. Il n'a pas été jugé utile d'inclure une sanction en cas d'inexécution parce qu'il est de l'intérêt des Etats concernés de fournir ces informations. L'obligation a pour but de fournir un certain niveau d'information au-delà de ce qui résulte de l'existence de la déclaration elle-même, mais du point de vue d'une partie contractante souhaitant rationnellement se reposer sur ces renseignements, il est bien entendu que les « informations relatives au contenu » ne sont pas censées remplacer des conseils juridiques compétents et spécialisés. On prévoit que les informations comprendraient probablement une copie des textes législatifs pertinents ou, s'il n'existe que de la jurisprudence, un résumé explicatif des règles pertinentes (dans la langue d'origine et, si possible, également dans l'une des langues officielles de la Conférence de La Haye, c'est-à-dire le français et l'anglais) en vigueur dans l'Etat à plusieurs unités au moment de la déclaration. Cependant, si un Etat à plusieurs unités fait effectivement une déclaration relevant de l'article 12(3), l'obligation que fait la Convention à tous les Etats d'appliquer ces règles n'est pas conditionnée par la communication, ou limitée à ou par la nature ou l'étendue des informations communiquées.

12-18 L'expression « règles de conflit internes », dans les deux phrases de l'article 12(3), vise les règles régissant les conflits entre les lois des diverses unités territoriales d'un Etat à plusieurs unités, ou entre les lois de ces unités territoriales et celles de l'Etat à plusieurs unités lui-même. En outre, la référence vise les règles de conflit internes « en vigueur *dans* » cet Etat à plusieurs unités (et non les règles « *de* » cet Etat à plusieurs unités). Ainsi, ces règles de conflit internes peuvent être soit des règles « fédérales » (c'est-à-dire des règles de l'Etat à plusieurs unités lui-même) soit des règles promulguées par une unité territoriale désignée en vertu de l'article 5 (par ex. règles « d'état », « provinciales », etc.). Il est clairement apparu aux négociateurs qu'il existe de multiples modèles de répartition de compétences au sein des Etats à plusieurs unités. L'objet du paragraphe (3) n'est pas de distinguer entre les niveaux provincial ou d'état et national de règles de conflit. La disposition a pour but de permettre à un Etat à plusieurs unités de préserver son système interne existant, quel que soit son mode d'organisation, pour déterminer quelle loi matérielle (qu'elle soit fédérale ou d'une unité territoriale, et dans ce dernier cas, laquelle) doit s'appliquer. Il n'y a aucune raison que l'Etat n'ait la possibilité de ne préserver que l'application du droit fédéral, une telle restriction n'ayant au demeurant jamais été débattue.

12-19 De même qu'en vertu de l'article 12(2)(b), l'article 12(3) n'autorise pas un *renvoi international*. En d'autres termes, la disposition ne peut donner lieu à la désignation de la loi d'aucun autre Etat (y compris un autre Etat à plusieurs unités) ou d'une unité territoriale d'un autre Etat à plusieurs unités.

12-20 Enfin, afin d'assurer une prévisibilité absolue de la loi applicable, l'article 12(3) indique expressément que la déclaration ne peut être faite qu'au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion.

Exemple 12-5

Supposons que la Ruritanie ait fait une déclaration en vertu de l'article 12(3). L'investisseur I conclut par la suite une convention de compte avec la Banque B, un intermédiaire constitué selon la loi de l'unité territoriale X de la Ruritanie. La convention de compte ne comporte pas de clause d'élection de droit, et ne prévoit pas expressément qu'une loi particulière régit toutes les questions de l'article 2(1). Elle indique cependant expressément et sans ambiguïté (dans un paragraphe distinct sur la page de signature de la convention de compte) que la Banque B a conclu la convention de compte via son établissement de Metropolis dans l'unité territoriale Y de la Ruritanie. En supposant remplies toutes les conditions de l'article 5(1), la loi applicable serait la loi de l'unité territoriale Y. Cependant, si une règle de conflit de lois soit de la Ruritanie, soit de l'unité territoriale Y est applicable à ces faits et désigne la loi, par exemple, du lieu de constitution de l'intermédiaire pertinent, la loi matérielle de l'unité territoriale X régira toutes les questions de l'article 2(1). Il est à noter que la loi de l'unité territoriale X régira la question même si la Ruritanie a également fait une déclaration en vertu de l'article 12(4) imposant une condition géographiquement plus stricte. Il en est ainsi parce que la déclaration de l'article 12(4) ne produit d'effets que si la loi applicable est déterminée en vertu de l'article 4. Comme l'article 4 ne joue aucun rôle dans le cas d'espèce, la déclaration de l'article 12(4) est dépourvue de pertinence.

Exemple 12-6

Supposons que l'Etat à plusieurs unités de Pluritanie ait fait une déclaration en vertu de l'article 12(3). La Banque

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

effectuate such a transnational cross-border reference is not inadvertent; the preservation of Article 10's stricture against true (*i.e.*, international) *renvoi* was part of the agreed solution reflected in Article 12(2)(b). From the standpoint of domestic practice in the United States, it should be borne in mind that perfection by filing with respect to securities accounts and security entitlements is the exception rather than the rule, and the frequency of a debtor's being located (under UCC Section 9-307) outside the United States also should for the most part be visible (even if not rare); moreover, even in those cases where a "foreign" debtor is involved, the limitation is inapplicable if perfection is by a method other than filing, recording or registration.

V. Article 12(3): Possibility for Multi-unit States to make a declaration preserving internal conflict of laws rules in the context of Article 5

12-16 As is the case under paragraph (2)(b), Article 12(3) allows for a form of *internal renvoi* within Multi-unit States. Under this provision, a Multi-Unit State may file a declaration to the effect that if the applicable law, determined under Article 5, is that of the declaring Multi-unit State itself or that of one of its territorial units, the *internal* conflict of laws rules in force in that Multi-unit State must be applied; consequently, it is those rules which will determine whether the substantive law of that Multi-unit State or of a particular territorial unit of that Multi-unit state shall apply. It is not anticipated that the application of paragraph (3) will often affect outcomes since it comes into play *only* if the applicable law is determined under one of Article 5's fall-back rules and *only* if a Multi-unit State makes a declaration under Article 12(3).

12-17 The second sentence of Article 12(3) imposes deliberately a plain obligation ("shall" not "may") on a Multi-unit State that makes such a declaration to communicate "information concerning the content of those internal choice of law rules" to the Permanent Bureau of the Hague Conference on Private International Law. However, the performance by the declaring State of that obligation is not a condition to the effectiveness of the declaration. A sanction for non-compliance was not felt necessary because providing the information is in the interest of the States concerned. The obligation's purpose is to provide a measure of guidance beyond that provided simply by the existence of the declaration itself, but from the standpoint of functional reliance by a transacting party, it is, of course, understood that "information concerning the content" is not intended to be a substitute for competent specific legal advice. It is anticipated that the information likely would include a copy of the pertinent legislative texts or, if there exists only case law, an explanatory summary of the relevant rules (in the original language and, if possible, also in one of the official languages of the Hague Conference, *i.e.*, in English or French) in force in the Multi-unit State at the time of the declaration. However, if a Multi-unit State does make an Article 12(3) declaration, the obligation under the Convention of all States to apply those rules is not conditioned on the communication or limited to or by the nature or extent of the information communicated.

12-18 The expression "internal choice of law rules", in both sentences of Article 12(3), refers to rules governing choices between the laws of the various territorial units of a Multi-unit State, or between the laws of such territorial units and those of the Multi-unit State itself. Also, the reference is to the internal conflict of laws "rules in force *in*" that Multi-unit State (not "rules *of*" that Multi-unit State). Thus, these internal conflict rules may be either "federal" rules (*i.e.*, rules of the Multi-unit State itself) or rules enacted by a territorial unit designated under Art. 5 (*e.g.*, "state", "provincial" rules etc.). It was clear to the negotiators that there exist multiple models of allocation of competence within Multi-unit States. The focus of paragraph (3) is not to distinguish between provincial or state and national levels of conflict of laws rules; the goal of the provision is to allow a Multi-unit State to preserve its existing internal system, no matter how organised, in the determination of which substantive law (whether federal or territorial unit and, if the latter, which one) should apply; there is no reason why the State should be limited to declaring only the preservation of federal law, and such a limitation was never discussed.

12-19 As is the case under Article 12(2)(b), Article 12(3) does not allow for an *international renvoi* to take place; in other words, the provision cannot lead to the designation of the law of any other State (including another Multi-unit State) or to a territorial unit of another Multi-unit State.

12-20 Finally, in order to ensure absolute predictability of the law applicable, Article 12(3) expressly specifies that the declaration may be made only at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession.

Example 12-5

Assume that Ruritania has made an Article 12(3) declaration. Investor I subsequently enters into an account agreement with Bank B, an intermediary incorporated under the laws of Ruritania's territorial unit X. The account agreement does not include a choice of law clause, and it does not expressly provide that a particular law governs all the Article 2(1) issues. It does, however, expressly and unambiguously (in a separate paragraph on the signature page of the account agreement) state that the Bank B entered into the account agreement through its Metropolis office in Ruritania's territorial unit Y. Assuming that all conditions of Article 5(1) are satisfied, the applicable law would be the law of the territorial unit Y. However, if a conflict of laws rule of either Ruritania or the territorial unit Y is applicable to these facts and it points to the law, for example, of the place of incorporation of the relevant intermediary, the substantive law of territorial unit X governs all the Article 2(1) issues. Note that the law of territorial unit X governs even if Ruritania has also made an Article 12(4) declaration imposing a geographically more stringent condition. This is because the Article 12(4) declaration has effect only if the applicable law is determined under Article 4. As, in the present case, Article 4 plays no role, the Article 12(4) declaration is irrelevant.

Example 12-6

Assume that the Multi-unit State Pluritania has made an Article 12(3) declaration. Bank B, an intermediary

B, un intermédiaire constitué selon la loi de la Pluritanie elle-même, et un client étranger concluent une convention de compte. Supposons que la loi régissant toutes les questions de l'article 2(1) soit déterminée par l'article 5(2). La Banque B n'étant pas constituée selon la loi d'une unité territoriale de Pluritanie mais constituée selon les lois de la Pluritanie elle-même, la loi applicable est la loi en vigueur dans l'unité territoriale de Pluritanie où la Banque a son lieu (principal) d'activité. Cependant, si une règle de conflit de lois soit de Pluritanie, soit de l'unité territoriale de Pluritanie où la Banque a son lieu (principal) d'activité est applicable à ces faits et désigne la loi d'une autre unité territoriale de Pluritanie, la loi matérielle de cette autre unité territoriale régit toutes les questions de l'article 2(1).

VI. Article 12(4) : possibilité pour un Etat à plusieurs unités d'imposer une condition géographiquement plus stricte

12-21 L'article 12(1)(b) dispose que le terme « cet Etat » dans la seconde phrase de l'article 4(1) désigne l'Etat à plusieurs unités lui-même. Ainsi, à l'égard d'un Etat à plusieurs unités, la condition indiquée à la seconde phrase de l'article 4(1) est remplie si l'intermédiaire pertinent a, au moment de l'accord sur la loi applicable, un établissement conforme en un lieu quelconque de l'Etat à plusieurs unités, même si cet établissement n'est pas situé dans l'unité territoriale dont la loi a été désignée par les parties. L'article 12(4) permet cependant à un Etat à plusieurs unités d'imposer, par voie de déclaration, une condition géographiquement plus stricte que celle qui s'appliquerait en vertu de l'article 12(1). Bien entendu, s'il fait une telle déclaration, cette condition géographiquement plus stricte doit être appliquée par tous les Etats où la Convention est en vigueur (et non pas uniquement par l'Etat à plusieurs unités déclarant). Le mécanisme de déclaration institué par l'article 12(4) permet à un Etat contractant qui est un Etat à plusieurs unités de déclarer, à tout moment, que la condition indiquée dans la seconde phrase de l'article 4(1) n'est remplie que si l'intermédiaire pertinent a un établissement conforme au sein de l'*unité territoriale* désignée. Si un Etat à plusieurs unités fait une telle déclaration, l'accord des parties sur la loi d'une unité territoriale particulière de cet Etat à plusieurs unités recevra effet en vertu de l'article 4(1) comme déterminant la loi applicable uniquement si l'intermédiaire pertinent a un établissement conforme au sein de cette unité territoriale.

12-22 Seul un Etat à plusieurs unités peut faire une déclaration en vertu de l'article 12(4), et uniquement à l'égard de ses propres unités territoriales. Ainsi, un Etat qui *n'est pas* un Etat à plusieurs unités ne peut pas faire de déclaration selon laquelle ses tribunaux jugeront la condition remplie uniquement si l'intermédiaire pertinent avait un établissement conforme au sein de l'unité territoriale dont la loi a été convenue comme étant la loi applicable. En outre, la présentation d'une telle déclaration par un Etat à plusieurs unités n'a aucun effet dans un for quelconque (y compris ceux de l'Etat déclarant) à l'égard de la désignation par les parties d'une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités qui *n'a pas* fait de déclaration en vertu de l'article 12(4).

Exemple 12-7

Supposons que l'Espagne soit Partie à la Convention et ait fait une déclaration en application de l'article 12(4). Par la suite, l'investisseur I conclut une convention de compte avec la Banque X, un intermédiaire organisé selon le droit espagnol. La convention de compte prévoit expressément qu'elle est régie par la loi de Catalogne et ne prévoit pas expressément qu'une autre loi régira toutes les questions de l'article 2(1). Au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, la Banque X avait des bureaux à Madrid, mais aucun établissement en Catalogne. Ultérieurement, l'investisseur I cherche à déterminer la nature juridique et les effets à l'égard de la Banque X et des tiers des droits résultant du crédit sur son compte de titres de 100.000 actions de la Société japonaise. Parce que la Banque X n'avait pas, au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, d'établissement conforme en Catalogne, la condition indiquée à la seconde phrase de l'article 4(1), interprétée conformément à l'article 12(1) mais appliquée conjointement avec la déclaration de l'article 12(4), n'est pas remplie. La loi applicable est donc déterminée en vertu de l'article 5.

12-23 Du fait de la condition temporelle indiquée par l'article 4(1), à savoir que l'intermédiaire pertinent doit avoir, *au moment de l'accord sur la loi applicable*, un établissement dans l'Etat (c'est-à-dire dans l'exemple 12-7, en Catalogne, du fait de la déclaration de l'art. 12(4)), une clause d'élection de droit, dans une convention de compte, qui est inopérante parce que l'intermédiaire pertinent n'avait pas d'établissement dans le territoire pertinent lors de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, demeure inopérante même si *par la suite* l'intermédiaire pertinent ouvre un établissement dans le territoire concerné (à moins que l'accord sur la loi applicable ne soit par la suite expressément réaffirmé dans le cadre d'une modification de la convention de compte et que la condition d'établissement conforme soit appliquée de nouveau et remplie au moment de cette modification, voir les para. 4-18 et 4-27 et s.).

12-24 En vertu de l'article 12(4), un Etat à plusieurs unités n'est pas limité à faire une déclaration s'appliquant à la totalité de son territoire. Il pourra par exemple faire une déclaration à l'égard d'une ou plusieurs de ses unités territoriales et, par inaction, permettre à la règle générale de l'article 4(1) (interprétée conformément aux règles de l'art. 12) de s'appliquer à l'égard de ses unités territoriales restantes. Par exemple, le Canada pourrait faire une déclaration selon laquelle la désignation expresse, par les parties, de la loi du Québec remplirait la condition indiquée à la seconde phrase de l'article 4(1) uniquement si l'intermédiaire pertinent avait un établissement conforme au Québec mais permettant, du fait du silence quant aux autres unités territoriales, à la désignation expresse de la loi de toute autre de ses unités territoriales de remplir la condition si l'intermédiaire pertinent a un établissement conforme en un lieu quelconque au Canada. Une déclaration individualisée appliquant la règle spéciale à une ou plusieurs, mais non la totalité, des unités territoriales (si une telle déclaration est jugée souhaitable voire nécessaire par un Etat à plusieurs unités sur la base de considérations de fédéralisme ou d'autres motifs d'importance interne) ne présente aucune difficulté pratique. Comme toutes les déclarations en vertu de la Convention, les déclarations en vertu de l'article 12(4) seront mises à disposition sur le site Internet de la Conférence de La Haye.

12-25 La dernière phrase du paragraphe 4 dispose qu'une déclaration en vertu de l'article 12(4) n'aura aucun effet sur les transferts effectués *avant* que la déclaration ne prenne effet. Cela est important car une déclaration en vertu de l'article 12(4) peut être faite à tout moment (contrairement à une déclaration en vertu de l'art. 12(3)).

Exemple 12-8

Un intermédiaire et son client, l'investisseur I, concluent une convention de compte qui prévoit expressément qu'elle est régie par les lois de la province de Colombie-Britannique et ne prévoit pas expressément qu'une autre loi régit toutes

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

incorporated under the laws of Pluritania itself, and a foreign customer enter into an account agreement. Assume that the law governing all the Article 2(1) issues is determined by Article 5(2). As Bank B is not incorporated under the laws of a territorial unit of Pluritania but instead is incorporated under the laws of Pluritania itself, the applicable law is the law in force in the territorial unit of Pluritania in which Bank has its (principal) place of business. However, if a conflict of laws rule of either Pluritania or the territorial unit of Pluritania in which Bank has its (principal) place of business is applicable to these facts and it points to the law of another territorial unit of Pluritania, the substantive law of that other territorial unit governs all the Article 2(1) issues.

VI. Article 12(4)): Option for a Multi-unit State to impose a geographically more stringent condition

12-21 Article 12(1)(b) provides that the term "that State" in the second sentence of Article 4(1) means the Multi-unit State itself. Thus, in relation to a Multi-unit State, the condition specified in the second sentence of Article 4(1) is satisfied if the relevant intermediary has, at the time of the agreement on governing law, a Qualifying Office anywhere within the Multi-unit State, even if the office is not situated in the territorial unit whose law has been designated by the parties. Article 12(4), however, allows a Multi-unit State to impose, by a declaration, a geographically more stringent condition than the one that would apply under Article 12(1). Of course, if it makes such a declaration, that geographically more stringent condition must be applied by all States where the Convention is in force (not just within the declaring Multi-unit State). The declaration mechanism established by Article 12(4) permits a Contracting State that is a Multi-unit State to declare, at any time, that the condition specified in the second sentence of Article 4(1) is satisfied only if the relevant intermediary has a Qualifying Office within the designated *territorial unit*. If a Multi-unit State makes such a declaration, the parties' agreement on the law of a particular territorial unit of that Multi-unit State will be given effect under Article 4(1) as determinative of the applicable law only if the relevant intermediary has a Qualifying Office within that territorial unit.

12-22 Only a Multi-unit State can make a declaration under Article 12(4) and only with respect to its own territorial units. Thus, a State that is *not* a Multi-unit State cannot make a declaration to the effect that its courts will deem the condition satisfied only if the relevant intermediary had a Qualifying Office within the territorial unit whose law was agreed as the governing law. Also, the making of such a declaration by a Multi-unit State has no effect in any fora (including those within the declaring State) with respect to the designation by the parties of a territorial unit of a Multi-unit State that has *not* made a declaration under Article 12(4).

Example 12-7

Assume that Spain is a Party to the Convention and has made an Article 12(4) declaration. Later, Investor I enters into an account agreement with Bank X, an intermediary organised under the laws of Spain. The account agreement expressly provides that it is governed by the laws of Catalonia and does not expressly provide that a different law governs all the Article 2(1) issues. At the time the governing law agreement was made, Bank X had offices in Madrid, but no office in Catalonia. Still later, Investor I seeks to determine the legal nature and effects against Bank X and third parties of the rights resulting from the credit to its securities account of 100000 shares of Japanese Company. Because Bank X did not, at the time the agreement on governing law was made, have a Qualifying Office in Catalonia, the condition specified in the second sentence of Article 4(1), interpreted in accordance with Article 12(1) but applied in conjunction with the Article 12(4) declaration, is not satisfied. Hence, the applicable law is determined under Article 5.

12-23 Because of the time requirement set forth in Article 4(1), that is, that the relevant intermediary have, *at the time of the agreement on governing law*, an office in the State (*i.e.*, in example 12-7, in Catalonia, as a result of the Art. 12(4) declaration), a conflict of laws clause in an account agreement which is ineffective because the relevant intermediary had no office in the relevant territory when the choice of law clause was agreed upon, remains ineffective even if *later* the relevant intermediary opens an office in the relevant territory (unless the agreement on governing law is subsequently expressly reaffirmed in an amendment to the account agreement and the Qualifying Office test is re-applied and satisfied as of the time of the amendment, see paras. 4-18 and 4-27 *et seq.*).

12-24 Under Article 12(4), a Multi-unit State is not restricted to making a declaration that applies throughout its territory; it may, for example, make a declaration with regard to one or more of its territorial units and, by inaction, allow the general rule of Article 4(1) (as interpreted in accordance with the rules of Art. 12) to apply with respect to its remaining territorial units. For example, Canada could make a declaration that the parties' express designation of the law of Quebec would satisfy the condition specified in the second sentence of Article 4(1) only if the relevant intermediary has a Qualifying Office in Quebec, but allow, by silence as to the other territorial units, the express designation of the law of any of its other provinces to satisfy the condition if the relevant intermediary has a Qualifying Office anywhere in Canada. A particularised declaration applying the special rule to one or several, but less than all, territorial units (if such a declaration is thought by a Multi-unit State to be desirable or even required based on federalism considerations or other internally important grounds) presents no special practical problems. Like all other declarations under the Convention, declarations under Article 12(4) will be made accessible on the Hague Conference's website.

12-25 The last sentence of paragraph 4 provides that a declaration under Article 12(4) shall have no effect on dispositions made *before* the declaration becomes effective. This is important because a declaration under Article 12(4) can be made at any time (unlike a declaration under Art. 12(3)).

Example 12-8

An intermediary and its customer, Investor I, enter into an account agreement which expressly provides that it is governed by the laws of the province of British Columbia and does not expressly provide that a different law governs all

les questions de l'article 2(1). Au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, l'intermédiaire avait des bureaux dans les provinces du Québec et de l'Ontario. Par la suite, l'investisseur I constitue au bénéfice de la Banque B une sûreté portant sur le compte de titres et tous les titres crédités sur celui-ci, que la Banque B rend opposable conformément à la loi de la Colombie-Britannique. En vertu de l'article 4(1), interprété conformément à l'article 12, toutes les questions de l'article 2(1) sont régies par la loi de la Colombie-Britannique. Ultérieurement, le Canada fait une déclaration en vertu de l'article 12(4) à l'égard de toutes les provinces. En vertu de la dernière phrase de l'article 12(4), la déclaration n'a aucun effet sur un transfert effectué avant que la déclaration ne prenne effet, y compris la constitution de la sûreté. De ce fait, même après la déclaration du Canada, la sûreté reste opposable, mais pour les transferts futurs, l'accord antérieur à la déclaration sur la loi de la province de la Colombie-Britannique ne sera plus opérant tant que l'accord sur la loi de la Colombie-Britannique n'aura pas été expressément réaffirmé dans une modification de la convention de compte et la condition d'établissement conforme appliquée de nouveau et remplie au moment de la modification.

Article 13 *Interprétation uniforme*

Pour l'interprétation de la présente Convention, il sera tenu compte de son caractère international et de la nécessité de promouvoir l'uniformité de son application.

13-1 Cet article exprime ce qui est devenu un principe général d'interprétation des traités (voir par ex. l'art. 16 de la *Convention de La Haye de 1986 sur la loi applicable aux contrats de vente internationale de marchandises*, l'art. 7(1) de la *Convention des Nations Unies de 1980 sur les contrats de vente internationale de marchandises*, et l'art. 5(1) de la *Convention du Cap de 2001 relative aux garanties internationales portant sur des matériels d'équipement mobiles*). C'est une instruction donnée aux tribunaux nationaux d'éviter les règles nationales d'interprétation, et d'appliquer plutôt un régime interprétatif autonome. Ainsi, pour l'interprétation de la Convention, les tribunaux nationaux doivent tenir compte non seulement de son libellé, en utilisant les deux textes authentiques de la Convention, c'est-à-dire le texte anglais et le texte français (qui font également foi), et de l'objectif général de la Convention (notamment de conférer certitude juridique et prévisibilité, voir le paragraphe premier du préambule), mais également de l'interprétation que lui ont appliquée les tribunaux d'autres Etats contractants. L'article 13 a pour objet de conserver le plus haut degré d'uniformité dans l'interprétation et l'application de la Convention.

13-2 L'importance de ce principe est renforcée par la disposition de l'article 14 prévoyant des réunions d'une Commission spéciale afin d'examiner le fonctionnement pratique de la Convention (voir le commentaire de l'art. 14).

Article 14 *Examen du fonctionnement pratique de la Convention*

Le Secrétaire général de la Conférence de La Haye de droit international privé convoque périodiquement une Commission spéciale afin d'examiner le fonctionnement pratique de la présente Convention et l'opportunité d'apporter des modifications à celle-ci.

14-1 Cet article prévoit un mécanisme permettant de soumettre la Convention à un examen régulier, afin notamment d'envisager l'interprétation judiciaire et l'application de ses termes, et de considérer si des modifications de la Convention sont souhaitables à la lumière de l'évolution des pratiques ou de problèmes identifiés dans son interprétation et son application. L'objectif fondamental de ce processus est d'assurer que la Convention continue de conférer efficacement certitude juridique et prévisibilité quant à la loi applicable aux titres crédités sur un compte de titres.

14-2 La responsabilité principale de la convocation de ces réunions relève du Secrétaire général de la Conférence de La Haye de droit international privé (HCCH). Le Secrétaire général convoquera normalement ces réunions à la suite d'un souhait exprimé par un ou plusieurs membres de la HCCH, soutenu par les organes dirigeants de la HCCH. Le Secrétaire général peut également prendre l'initiative et proposer la tenue d'une telle réunion, par exemple, lorsque le Bureau Permanent (Secrétariat), sur la base des renseignements qu'il a reçus ou recueillis, a constaté qu'une telle réunion est nécessaire.

14-3 Tous les membres de la Conférence de La Haye, tout autre Etat ou organisation régionale d'intégration économique (ORIE) partie à la Convention, et tout Etat contractant ou ORIE contractante (pour le sens de la terminologie utilisée, voir le para. 1-43) sont invités à assister à ces réunions d'examen. Le Secrétaire général peut également inviter d'autres Etats ou organisations internationales, qu'elles soient gouvernementales ou non gouvernementales. A l'instar de la situation pendant la préparation de la Convention, une représentation appropriée du secteur privé de l'industrie financière serait recherchée.

CHAPITRE IV DISPOSITIONS TRANSITOIRES

Article 15 *Priorité entre droits nés avant et après l'entrée en vigueur de la Convention*

Dans un Etat contractant, la loi applicable en vertu de la présente Convention détermine si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire acquis après l'entrée en vigueur de la présente Convention pour cet Etat, a pour effet d'éteindre ou de primer le droit d'une autre personne acquis avant l'entrée en vigueur de la présente Convention pour cet Etat.

15-1 Cet article dispose que chaque Etat contractant doit appliquer la règle de conflit de lois de la Convention (soit l'art. 4, soit l'art. 5) afin de déterminer la loi applicable régissant la question de priorité des droits acquis après la date de l'entrée en vigueur de la Convention pour cet Etat contractant par rapport aux droits acquis auparavant. Ces droits sont respectivement dits « droits postérieurs à la Convention » et « droits antérieurs à la Convention ». Pour la distinction entre cet article et l'article 7, voir les observations au paragraphe 7-4. La règle comprise dans cet article ne devrait pas soulever de difficultés pour les parties à une convention de compte antérieure à la Convention parce qu'elles ont amplement la possibilité de modifier leur convention en tenant compte des effets de cet article. Ainsi, dans la plupart (sinon la totalité) des situations, la loi de la Convention régissant ce concours aura été prévue. Cependant, afin de guider les tribunaux et d'apporter certitude aux intervenants sur les marchés financiers, la Convention traite expressément de cette question importante.

15-2 Les références dans cet article à l'entrée en vigueur de la Convention ne visent pas son entrée en vigueur au plan international (en vertu de l'art. 19(1)). Elles visent plutôt son entrée en vigueur pour l'Etat du for (que ce soit en vertu des art. 19(1) ou 19(2)). La mention en début d'article « [d]ans un Etat contractant » n'a pas pour objet

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

the Article 2(1) issues. At the time the governing law agreement was made, Intermediary had offices only in the provinces of Quebec and Ontario. Later, Investor I grants to Bank B a security interest in the securities account and all securities credited to the account, which Bank B perfects in accordance with the law of British Columbia. Under Article 4(1), as interpreted in accordance with Article 12, all the Article 2(1) issues are governed by the law of British Columbia. Still later, Canada makes a declaration under Article 12(4) with respect to all provinces. Under the last sentence of Article 12(4), the declaration has no impact on dispositions made before the declaration becomes effective, including the grant of the security interest. As a result, even after the Canadian declaration, the security interest remains perfected, but for future dispositions, the pre-declaration agreement on the law of the province of British Columbia is no more effective as long the agreement on the law of the province of British Columbia is not expressly reaffirmed in an amendment to the account agreement and the Qualifying Office test is re-applied and satisfied as of the time of the amendment.

Article 13 *Uniform interpretation*

In the interpretation of this Convention, regard shall be had to its international character and to the need to promote uniformity in its application.

13-1 This Article expresses what has become a standard principle of treaty interpretation (see, *e.g.*, Art. 16 of the *Hague Convention of 1986 on the Law Applicable to Contracts for the International Sale of Goods,* Art. 7(1) of the *United Nations Convention of 1980 on Contracts for the International Sale of Goods,* and Art. 5(1) of the *Cape Town Convention of 2001 on International Interests in Mobile Equipment).* It is an instruction to national courts that they should avoid national canons of interpretation and rather apply an autonomous interpretive regime. Thus, in interpreting the Convention, national courts should take into account not only its wording, using the two authentic texts of the Convention, English and French (which are equally authoritative), and the general purposes of the Convention (in particular, providing legal certainty and predictability, see the first paragraph of the Preamble), but also the interpretation applied by the courts of other Contracting States to it. The purpose of Article 13 is to maintain the maximum degree of uniformity in the interpretation and application of the Convention.

13-2 The importance of this principle is reinforced by the provision in Article 14 for Special Commission meetings to review the practical operation of the Convention (see commentary to Art. 14).

Article 14 *Review of practical operation of the Convention*

The Secretary General of the Hague Conference on Private International Law shall at regular intervals convene a Special Commission to review the practical operation of this Convention and to consider whether any amendments to this Convention are desirable.

14-1 This Article provides for a mechanism to keep the Convention under review, in particular to consider the judicial interpretation and the application of the terms of the Convention, and to consider whether any modifications to the Convention are desirable in light of evolving practices or problems identified in its interpretation and application. The basic objective of this process is to ensure that the Convention remains effective in providing legal certainty and predictability as to the law applicable to securities credited to a securities account.

14-2 Primary responsibility for convening these meetings lies with the Secretary General of the Hague Conference on Private International Law (HCCH). The Secretary General will normally convene such meetings following a wish expressed by one or more Members of the HCCH, supported by the governing organs of the HCCH. The Secretary General may also take the initiative and propose that such a meeting be held, for example, when the Permanent Bureau (Secretariat), based on the information that it has received or gathered, has found that there is a need for such a meeting.

14-3 All *Members* of the Hague Conference, any other State or Regional Economic Integration Organisation (REIO) *Party* to the Convention, and any *Contracting State* or *Contracting REIO* (on the meaning of the terminology used, see para. 1-43) are invited to attend these review meetings. The Secretary General may also invite other States or International Organisations, be they governmental or non-governmental. As was the case during the preparation of the Convention, adequate private sector industry representation would be sought.

CHAPTER IV TRANSITION PROVISIONS

Article 15 *Priority between pre-Convention and post-Convention interests*

In a Contracting State, the law applicable under this Convention determines whether a person's interest in securities held with an intermediary acquired after this Convention entered into force for that State extinguishes or has priority over another person's interest acquired before this Convention entered into force for that State.

15-1 This Article provides that each Contracting State shall apply the Convention's conflict of laws rule (either Art. 4 or Art. 5) in order to determine the applicable law that governs the issue of priority of interests acquired after the date the Convention enters into force for that Contracting State vis-à-vis interests acquired earlier. These interests are referred to as "post-Convention interests" and "pre-Convention interests" respectively. For the distinction between this Article and Article 7, see the comments in para 7-4. The rule embodied in this Article should cause no difficulty to the parties to a pre-Convention account agreement because they have ample opportunities to adjust their contract by taking account of the effect of this Article. Thus, in many (if not most) situations, the Convention law governing that priority contest will have been anticipated. Nevertheless, in order to guide courts and to enhance certainty for market participants, the Convention deals expressly with this important issue.

15-2 References in this Article to the Convention's entry into force do not refer to its entry into force on the international plane (under Art. 19(1)); rather, they refer to its entry into force for the forum State (whether under Art. 19(1) or Art. 19(2)). The reference at the beginning of this Article to "[i]n a Contracting State" is not intended to

de limiter l'applicabilité de la règle. Elle ne fait qu'exprimer l'évidence, c'est-à-dire que la règle ne s'applique que lorsque la Convention s'applique (pour le sens de l'expression « Etat contractant », voir le para. 1-43).

15-3 La règle s'applique sans tenir compte de la nature des droits concurrents, qui peuvent être de types identiques ou différents. Par exemple, le concours pourra concerner deux personnes disposant de sûretés portant sur des titres crédités à un compte de titres ; deux titulaires de compte ; un titulaire de compte et une personne disposant d'une sûreté portant sur des titres crédités à un compte de titres ; ou une personne disposant d'une sûreté et un créancier saisissant.

Exemple 15-1

L'investisseur I fait créditer des titres à un compte de titres tenu pour lui par un intermédiaire organisé selon la loi de la Ruritanie. Par la suite, l'investisseur I constitue en faveur du bénéficiaire 1 une sûreté portant sur les titres. Le bénéficiaire 1 rend la sûreté opposable conformément à la loi matérielle qu'il croit régir cette question. Ultérieurement, la Convention entre en vigueur en Belgique. Plus tard encore, l'investisseur constitue au bénéfice du bénéficiaire 2 une sûreté portant sur les titres. Le bénéficiaire 2 rend la sûreté opposable conformément à la loi matérielle qu'il croit régir cette question. Finalement, dans le cadre d'une procédure en Belgique, la question est de savoir si la sûreté du bénéficiaire 2 éteint ou prime sur la sûreté du bénéficiaire 1. En vertu de l'article 15, la loi de la Convention régit cette question.

15-4 De ce fait, l'application de la loi de la Convention peut avoir un effet sur les droits antérieurs à la Convention (dans l'exemple ci-dessus, la loi de la Convention peut déterminer que le droit antérieur à la Convention est éteint par le droit postérieur à la Convention). Par ailleurs, la Convention est muette quant à la question de savoir si la loi de la Convention peut ou doit être appliquée pour régir une quelconque autre question ou recevoir un quelconque autre effet relativement à des droits ou transferts antérieurs à la Convention (sauf dans la mesure où l'art. 16 en dispose autrement).

15-5 Les questions de priorité entre transferts antérieurs à la Convention et transferts postérieurs à la Convention devraient demeurer rares lorsque l'entrée en vigueur de la Convention produira un changement de loi applicable. La Convention n'a pas pour objectif, et ce sera rarement son effet, de conduire d'une situation claire au regard de la loi applicable à une autre situation claire. La Convention a plutôt pour objet d'éliminer des obstacles et des incertitudes qui, dans certains systèmes de droit, empêchent l'application du principe matérialisé par la Convention. De fait, dans plusieurs ordres juridiques avec des systèmes de compensation internationaux, la loi applicable est déjà déterminée pour l'essentiel conformément aux mêmes règles que celles prévues par la Convention. En outre, du fait de la large publicité donnée aux règles de la Convention au cours de leur préparation et après l'adoption de la Convention, de nombreux intervenants sur les marchés financiers prennent déjà la Convention en compte. Ainsi, dans de nombreuses opérations conclues avant l'entrée en vigueur de la Convention dans un Etat particulier, les parties auront prévu que les règles de la Convention pourraient être applicables et auront pris les mesures nécessaires pour assurer l'opposabilité des transferts, là encore conformément à la loi déterminée par la Convention.

Article 16 *Conventions de compte conclues et comptes de titres ouverts avant l'entrée en vigueur de la Convention*

1. Toute référence dans la présente Convention à une convention de compte vise également une convention de compte conclue avant l'entrée en vigueur de la présente Convention conformément à l'article 19(1). Toute référence dans la présente Convention à un compte de titres vise également un compte de titres ouvert avant l'entrée en vigueur de la présente Convention conformément à l'article 19(1).

2. A moins qu'une convention de compte ne contienne une référence expresse à la présente Convention, les tribunaux d'un Etat contractant appliqueront les paragraphes (3) et (4) pour les besoins de l'application de l'article 4(1) aux conventions de compte conclues avant l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet Etat conformément à l'article 19. Un Etat contractant peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration selon laquelle ses tribunaux n'appliqueront pas lesdits paragraphes aux conventions de compte conclues après l'entrée en vigueur de la présente Convention conformément à l'article 19(1), mais conclues avant l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet Etat conformément à l'article 19(2). Si l'Etat contractant est un Etat à plusieurs unités territoriales, il peut faire une telle déclaration pour l'une de ses unités territoriales.

3. Toute clause expresse d'une convention de compte qui conduirait en vertu des règles de l'Etat dont la loi régit cette convention, à appliquer la loi en vigueur dans un Etat, ou dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, à toute question mentionnée à l'article 2(1), aura pour effet que cette loi régit toutes les questions mentionnées à l'article 2(1), si l'intermédiaire pertinent avait, lors de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat remplissant la condition prévue à la deuxième phrase de l'article 4(1). Un Etat contractant peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration selon laquelle ses tribunaux n'appliqueront pas le présent paragraphe aux conventions de compte visées au présent paragraphe et dans lesquelles les parties ont expressément convenu que le compte de titres est maintenu dans un autre Etat. Si l'Etat contractant est un Etat à plusieurs unités territoriales, il peut faire une telle déclaration pour l'une de ses unités territoriales.

4. Lorsque les parties à une convention de compte, autre que celles visées au paragraphe (3), ont convenu que le compte de titres serait maintenu dans un Etat ou dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, la loi en vigueur dans cet Etat ou cette unité territoriale s'applique à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1), si l'intermédiaire pertinent avait, lors de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat remplissant la condition prévue à la deuxième phrase de l'article 4(1). Un tel accord peut être exprès ou résulter de manière implicite des dispositions du contrat dans son ensemble ou des circonstances extérieures à celui-ci.

I. Introduction

16-1 Cet article a pour objet d'aider les intervenants sur les marchés financiers à éviter des mesures coûteuses et inutiles de révision d'un grand nombre de conventions de compte conclues avant l'entrée en vigueur de la Convention (« conventions de compte antérieures à la Convention »)

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

have a restricting effect on the applicability of the rule; it simply states the obvious, namely that the rule applies only when the Convention applies (on the meaning of the term "Contracting State", see paras. 1-43).

15-3 The rule applies without regard to the nature of the conflicting interests; they might be the same or different types. For example, the priority contest might be between two persons that have security interests in securities credited to a securities account; two account-holders; an account-holder and a person having a security interest in securities credited to a securities account; or a person having a security interest and an attaching creditor.

Example 15-1

Investor 1 has securities credited to a securities account maintained for it by an intermediary organised under the laws of Ruritania. Later, Investor 1 grants to SP-1 a security interest in the securities. SP-1 perfects the security interest in accordance with the substantive law that it believes governs that issue. Still later, the Convention enters into force for Belgium. Still later, Investor 1 grants to SP-2 a security interest in the securities. SP-2 perfects the security interest in accordance with the substantive law that it believes governs that issue. Eventually, in a proceeding in Belgium, the issue is whether SP-2's security interest has priority over or extinguished SP-1's security interest. Pursuant to Article 15, the Convention law governs that issue.

15-4 As a result, the application of the Convention law may have an effect on pre-Convention interests (in the above example, the Convention law may determine that the pre-Convention interest is extinguished by the post-Convention interest). Other than this, the Convention remains silent as to whether the Convention law may or must be applied to govern any other issue or be given any other effect as to pre-Convention interests or dispositions (except to the extent otherwise provided in Art. 16).

15-5 It is anticipated that only rarely will priority disputes between pre-Convention dispositions and post-Convention dispositions arise where the entry into force of the Convention will produce a change in the applicable law. It is not the Convention's goal, and rarely will be its effect, to make a change from one settled state of the law to another settled state. The purpose of the Convention is to remove obstacles and uncertainty that under some systems of law stand in the way of the application of the principle embodied in the Convention. Indeed, in several jurisdictions where international clearing systems operate, the applicable law is already determined in accordance with essentially the same rules as those provided in the Convention. Moreover, because of the extensive publicity given to the Convention's rules during their formulation and after the adoption of the Convention, many market participants are already taking the Convention into account. Thus, in many transactions before the Convention has entered into force in a particular State, parties will have anticipated that the Convention's rules might be applicable and will have taken the necessary steps to perfect dispositions also in accordance with the law determined by the Convention.

Article 16 *Pre-Convention account agreements and securities accounts*

1. References in this Convention to an account agreement include an account agreement entered into before this Convention entered into force in accordance with Article 19(1). References in this Convention to a securities account include a securities account opened before this Convention entered into force in accordance with Article 19(1).

2. Unless an account agreement contains an express reference to this Convention, the courts of a Contracting State shall apply paragraphs (3) and (4) in applying Article 4(1) with respect to account agreements entered into before the entry into force of this Convention for that State in accordance with Article 19. A Contracting State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that its courts shall not apply those paragraphs with respect to account agreements entered into after the entry into force of this Convention in accordance with Article 19(1) but before the entry into force of this Convention for that State in accordance with Article 19(2). If the Contracting State is a Multi-unit State, it may make such a declaration with respect to any of its territorial units.

3. Any express terms of an account agreement which would have the effect, under the rules of the State whose law governs that agreement, that the law in force in a particular State, or a territorial unit of a particular Multi-unit State, applies to any of the issues specified in Article 2(1), shall have the effect that such law governs all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time agreement was entered into, an office in that State which satisfied the condition specified in the second sentence of Article 4(1). A Contracting State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that its courts shall not apply this paragraph with respect to an account agreement described in this paragraph in which parties have expressly agreed that the securities account is maintained in a different State. If the Contracting State is a Multi-unit State, it may make such a declaration with respect to any of its territorial units.

4. If the parties to an account agreement, other than an agreement to which paragraph (3) applies, have agreed that the securities account is maintained in a particular State, or a territorial unit of a particular Multi-unit State, the law in force in that State or territorial unit is the law applicable to all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time the agreement was entered into, an office in that State which satisfied the condition specified in the second sentence of Article 4(1). Such an agreement may be express or implied from the terms of the contract considered as a whole or from the surrounding circumstances.

I. Introduction

16-1 The purpose of this Article is to help market participants avoid costly and unnecessary steps of amending a large number of pre-Convention account agreements or replacing pre-Convention securities accounts in order to

ou de remplacement de comptes de titres ouverts avant l'entrée en vigueur de la Convention (« compte de titres antérieurs à la Convention ») afin de profiter des avantages de la Convention une fois celle-ci entrée en vigueur. L'article 16 atteint cet objectif :

(1) en confirmant, à l'article 16(1), que la Convention s'applique aux conventions de compte conclues, et aux comptes de titres ouverts, avant l'entrée en vigueur de la Convention au plan international (art. 19(1)) ; et

(2) en prévoyant aux articles 16(3) et (4) des règles interprétatives particulières qui considèrent certaines clauses de conventions de compte antérieures à la Convention comme ayant pour effet de déterminer, aux fins de l'article 4(1), la loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) (les « questions de l'article 2(1) »).

16-2 L'article 16(2) donne instruction aux tribunaux de chaque Etat contractant de mettre en œuvre les règles interprétatives des articles 16(3) et (4) pour appliquer l'article 4(1) aux conventions de compte conclues avant l'entrée en vigueur de la Convention pour cet Etat, mais uniquement si la convention de compte ne comporte pas de référence expresse à la Convention. Si une convention de compte comporte une référence expresse à la Convention, les articles 4, 5 et 6 doivent être appliqués directement, sans appui des articles 16(3) et (4) pour l'interprétation.

16-3 L'article 16(2) permet également à un Etat contractant de déclarer que ses tribunaux ne mettront pas en œuvre les règles interprétatives des articles 16(3) et (4) pour appliquer l'article 4(1) aux conventions de compte conclues pendant la période comprise entre la date d'entrée en vigueur de la Convention au plan international (art. 19(1)) et la date d'entrée en vigueur de la Convention pour l'Etat déclarant (que ce soit en vertu des art. 19(1) ou (2)) (la « période intercalaire »).

16-4 Les règles interprétatives des articles 16(3) et (4) visent à assurer la certitude juridique en ce sens que les conventions de compte antérieures à la Convention comportant certaines clauses ou termes particuliers recevront l'effet approprié en vertu de la Convention.

16-5 Par exemple, les conventions de compte existantes régies par la loi d'état ou la loi fédérale aux Etats-Unis comportent couramment des clauses qui soit précisent la juridiction dont dépend l'intermédiaire pertinent, soit déterminent la loi applicable (voir les exemples 12-4 et 16-2). Ces clauses ont pour effet, en vertu des dispositions en vigueur aux Etats-Unis, de déterminer la loi régissant au moins certaines des questions de l'article 2(1). Le raisonnement qui sous-tend l'article 16(3) est que des parties qui ont expressément choisi une telle loi pour régir leur convention et ont choisi d'inclure l'une des clauses indiquées peuvent être présumées s'être attendues aux conséquences résultant de la loi choisie, et qu'il est donc approprié de donner effet à cette attente.

16-6 De même, les conventions de compte existantes régies par la loi des Etats membres de la Communauté européenne indiquent fréquemment un accord, de manière expresse ou tacite, sur le lieu de tenue du compte de titres pertinent. Le raisonnement qui sous-tend l'article 16(4) est que des parties qui ont expressément désigné le lieu où le compte est tenu peuvent être présumées s'être attendues à ce que la loi de ce lieu régisse toutes les questions de l'article 2(1) et qu'il est donc approprié de donner effet à cette attente.

16-7 Il se peut que les parties (i) soient expressément convenues du lieu A comme lieu de tenue du compte de titres et (ii) aient inclus dans la convention de compte une clause qui désigne la loi de B comme loi applicable. L'article 16(3) permet à un Etat de se désengager (« *opting-out* ») de l'opération de l'article 16(3) à l'égard de conventions de compte dans lesquelles les parties se sont entendues sur ces deux éléments. Ainsi, un Etat qui considère que les parties se seraient attendues à ce que les questions de l'article 2(1) soient fondées sur le lieu du compte de titres pourra décider de faire la déclaration de l'article 16(3), assurant ainsi que l'article 16(4) sera applicable dans tous les cas où un lieu de situation du compte a été expressément indiqué. Plus précisément, l'article 16(3) permet à chaque Etat de déclarer que ses tribunaux n'appliqueront pas la règle interprétative de l'article 16(3) si les parties à la convention de compte sont expressément convenues de ce que le compte de titres est tenu dans un Etat *autre que* l'Etat dont la loi serait par ailleurs applicable en vertu de la règle interprétative de l'article 16(3). Cependant, en l'absence d'une telle déclaration, l'article 16(3) primera pour la détermination de la loi applicable.

16-8 Les articles 16(2)-(4) ne traitent que de l'interprétation des conventions de compte. Ils n'affectent pas l'article 4(3), qui comporte une règle de détermination de la convention de compte pertinente à l'égard des transferts, d'un titulaire de compte vers son intermédiaire, de titres détenus auprès de cet intermédiaire. L'article 4(3) s'applique aussi bien aux conventions de compte antérieures que postérieures à la Convention, que les articles 16(2)-(4) soient applicables ou non.

16-9 Pour le sens de l'expression « Etat contractant » utilisée dans les articles 16(2) et (3), voir le paragraphe 1-43.

II. Article 16(1)

16-10 L'article 16(1) dispose que les références dans la Convention à une « convention de compte » et à un « compte de titres » comprennent une convention de compte conclue avant l'entrée en vigueur de la Convention au plan international et comprennent un compte de titres ouvert avant l'entrée en vigueur de la Convention au plan international (art. 19(1)). Cette affirmation explicite selon laquelle la Convention s'applique aux conventions de compte et comptes de titres antérieurs à la Convention élimine toute incertitude qui aurait pu exister par ailleurs, et interdit à toute notion générale de rétroactivité d'exclure la bonne application de la Convention à l'égard de cette question particulière.

III. Article 16(2)

A. *Indications quant à l'application des articles 16(3) et (4)*

16-11 L'article 16(2) indique aux tribunaux quand ils doivent appliquer les règles interprétatives des articles 16(3) et (4). Les articles 16(3) et (4) comportent des règles pour l'interprétation de certaines conventions de compte lors de l'application de l'article 4(1). Ils ne créent pas de règles autonomes de conflit de lois. Ces règles d'interprétation seront appliquées aux conventions de compte antérieures à la Convention, sauf dans les cas où :

(1) la convention de compte comporte une référence expresse à la Convention ; ou

(2) la convention de compte est conclue pendant la période intercalaire, et l'Etat devant les tribunaux duquel la procédure a lieu a fait une déclaration en vertu de l'article 16(2) selon laquelle ses tribunaux n'appliqueront pas les articles 16(3) ou (4) aux conventions de compte conclues pendant cette période.

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

enjoy the benefits of the Convention once it comes into force. Article 16 achieves this goal by:

(1) confirming, in Article 16(1), that the Convention applies to account agreements that were entered into, and securities accounts that were opened, before the Convention entered into force on the international plane (Art. 19(1)); and

(2) providing special interpretive rules, in Articles 16(3) and (4), that treat certain provisions of pre-Convention account agreements as having the effect of determining, for the purposes of Article 4(1), the law applicable to all the issues specified in Article 2(1) (the "Article 2(1) issues").

16-2 Article 16(2) directs the courts of each Contracting State to deploy the interpretive rules of Articles 16(3) and (4) in applying Article 4(1) to account agreements entered into before the Convention's entry into force for that State, but only if the account agreement does not contain an express reference to the Convention. If an account agreement contains an express reference to the Convention, Articles 4, 5 and 6 are to be applied directly, without any interpretive assistance from Articles 16(3) and (4).

16-3 Also, Article 16(2) authorises a Contracting State to declare that its courts will not deploy the interpretive rules of Articles 16(3) and (4) in applying Article 4(1) to account agreements entered into during the period between the date the Convention enters into force on the international plane (Art. 19(1)) and the date the Convention enters into force for the declaring State (whether under Art. 19(1) or (2)) (the "Gap Period").

16-4 The interpretive rules of Articles 16(3) and (4) seek to provide legal certainty in the sense that pre-Convention account agreements that include certain specified provisions or terms will be given the proper effect under the Convention.

16-5 For example, existing account agreements governed by state law or federal law in the United States frequently contain provisions either specifying the relevant intermediary's jurisdiction or selecting the governing law (see Example 12-4 and 16-2). These provisions have the effect under rules in the United States of determining the law governing at least some of the issues specified in Article 2(1). Article 16(3) reflects the view that parties who expressly choose such a law to govern their agreement and choose to include one of the specified provisions, may be presumed to have expected the consequences provided by the chosen law and that accordingly it is appropriate to give effect to that expectation.

16-6 Likewise, existing account agreements governed by the law of Member States of the European Community frequently indicate agreement, either expressly or implicitly, on where the relevant securities account is maintained. Article 16(4) reflects the view that parties who have expressly designated the place where the account is maintained may be presumed to have expected the law of that place to govern all the Article 2(1) issues and that accordingly it is appropriate to give effect to that expectation.

16-7 The case may arise where parties have (i) expressly agreed on Location A as the place where the securities account is maintained and (ii) included a provision in the account agreement which selects the law of B as the governing law. Article 16(3) permits a State to opt out of the operation of Article 16(3) in relation to account agreements where the parties have made both of such agreements. Thus, a State which considers that parties would have expected the Article 2(1) issues to be based on the location of the securities account may choose to make the Article 16(3) declaration, thereby ensuring that Article 16(4) will be applicable in all cases where an express location of the account has been specified. Specifically, Article 16(3) authorises each State to declare that its courts will not apply the interpretive rule of Article 16(3) if the parties to the account agreement have expressly agreed that the securities account is maintained in a State *other than* the State whose law would otherwise be applicable by reason of the interpretive rule of Article 16(3). However, if no such declaration is made, Article 16(3) will prevail in determining the applicable law.

16-8 Articles 16(2)-(4) deal only with the interpretation of account agreements; they do not affect Article 4(3), which contains a rule for determining which account agreement is the relevant one for dispositions, from an account holder to its intermediary, of securities held with such intermediary. Article 4(3) applies to both pre- and post-Convention account agreements, whether or not Articles 16(2)-(4) are applicable.

16-9 On the meaning of the term "Contracting State" used in Article 16(2) and (3), see paragraph 1-43.

II. Article 16(1)

16-10 Article 16(1) provides that references in the Convention to "account agreement" and "securities account" include an account agreement entered into prior to the Convention's entry into force on the international plane and include a securities account opened prior to the Convention's entry into force on the international plane (Art. 19(1)). This explicit affirmation that the Convention applies to pre-Convention account agreements and pre-Convention securities accounts eliminates any doubt that might otherwise have existed and prevents any general notion about retroactivity from precluding proper application of the Convention with respect to this particular point.

III. Article 16(2)

A. *Providing directions as to the application of Articles 16(3) and (4)*

16-11 Article 16(2) directs courts when to apply the interpretive rules of Articles 16(3) and (4). Articles 16(3) and (4) provide rules for interpreting certain pre-Convention account agreements in applying Article 4(1); they do not provide independent conflict of laws rules. These interpretive rules shall be applied to pre-Convention account agreements except in situations where:

(1) the account agreement includes an express reference to the Convention; or

(2) the account agreement is entered into during the Gap Period, and the State in which court proceedings are taking place has made a declaration under Article 16(2) that its courts will not apply Articles 16(3) or (4) to account agreements entered into during this period.

Goode, Kanda and Kreuzer Report

Si l'un ou l'autre de ces éléments est présent, la loi régissant toutes les questions de l'article 2(1) sera déterminée par application directe de l'article 4(1) sans intervention des articles 16(3) et (4).

16-12 Le but de la restriction de l'application des articles 16(3) et (4) aux seules conventions de compte antérieures à la Convention qui ne renvoient pas expressément à la Convention, est de fournir aux acteurs informés des marchés financiers une méthode simple permettant d'empêcher l'application des règles interprétatives des articles 16(3) et (4) aux conventions de compte antérieures à la Convention, s'ils pensent que ces dispositions changeraient l'issue ou affaibliraient la certitude juridique conférée par une application directe (c'est-à-dire sans intervention, pour l'interprétation des art. 16(3) et (4)) des articles 4, 5 et 6. Les articles 16(3) et (4) pourraient conduire à un résultat différent de celui résultant de l'application directe des articles 4, 5 et 6 si les règles de l'Etat dont la loi régit une convention de compte antérieure à la Convention ne traitent pas l'une des clauses de la convention de compte comme déterminant la loi applicable à l'une quelconque des questions de l'article 2(1), mais confère plutôt cet effet (c'est-à-dire déterminer la loi applicable à l'une quelconque des questions de l'article 2(1)) à des clauses autres que celles indiquées par les articles 4(1) et 5(1), ou établissent un ordre différent pour les termes indiqués par les articles 4(1) et 5(1). L'article 16(4) pourrait être considéré comme limitant la certitude juridique conférée par l'application directe des articles 4, 5 et 6 dans la mesure où il permet aux tribunaux d'examiner chaque convention de compte dans son ensemble et les circonstances extérieures. Ainsi, l'option de renvoyer expressément à la Convention apporte aux acteurs informés des marchés financiers un moyen simple de faire appliquer, dès l'entrée en vigueur de la Convention, les articles 4, 5 et 6 à leurs conventions de compte antérieures à la Convention, sans exposition au risque des diverses issues possibles ou incertitudes pouvant résulter de l'intervention des articles 16(3) et (4) pour l'interprétation. En d'autres termes, les conventions de compte antérieures à la Convention faisant expressément référence à la Convention sont exclues du champ d'application de l'article 16 parce que les parties à de telles conventions doivent par définition avoir adapté leurs conventions aux termes de la Convention de la même manière que les parties à des conventions de compte postérieures à la Convention. Dans ces circonstances, il est inutile et inopportun de distinguer entre les conventions antérieures et postérieures à la Convention.

B. *Mécanisme de déclaration*

16-13 Un Etat pourra déclarer, au moment de sa signature, ratification, acceptation, ou approbation de la Convention ou de son adhésion à celle-ci, que ses tribunaux n'appliqueront pas les articles 16(3) et (4) aux conventions de compte conclues pendant la période intercalaire courant de l'entrée en vigueur de la Convention au plan international jusqu'à l'entrée en vigueur de la Convention pour l'Etat déclarant. Si un Etat contractant fait une telle déclaration, les tribunaux de cet Etat appliqueront les articles 4, 5 et 6 aux conventions de compte de la période intercalaire sans recours à l'intervention des articles 16(3) ou (4) pour l'interprétation. Un Etat à plusieurs unités pourra faire une telle déclaration à l'égard de l'une quelconque de ses unités territoriales. Les déclarations en général font l'objet de l'article 20.

Exemple 16-1

Un intermédiaire et son client concluent une convention de compte en janvier 2001, avant l'entrée en vigueur de la Convention au plan international. Au moment de la conclusion de la convention de compte, l'intermédiaire avait un établissement à Zurich exerçant une activité de tenue de comptes de titres. La convention de compte prévoyait expressément qu'elle est régie par la loi suisse. Selon les dispositions suisses, une telle clause d'élection de droit n'a pas pour effet de faire régir les questions de l'article 2(1) par la loi suisse. L'intermédiaire et le titulaire de compte souhaitent que la loi suisse s'applique à toutes les questions de l'article 2(1) dès que la Convention entrera en vigueur. Ils ne peuvent se reposer sur les règles des articles 16(3) ou (4) pour parvenir à ce résultat. L'article 16(3) ne produira pas ce résultat parce que les dispositions suisses considèrent qu'aucun terme d'une convention de compte ne détermine la loi applicable à l'une quelconque des questions de l'article 2(1). L'article 16(4) pourrait ne pas aboutir à ce résultat parce que, bien que la convention de compte ne comporte pas d'accord exprès quant au lieu de tenue du compte de titres, il est incertain qu'un tribunal puisse déduire un accord implicite de la convention de compte dans son ensemble ou des circonstances extérieures.

Aussi, en janvier 2003 (c'est-à-dire encore avant l'entrée en vigueur de la Convention au plan international), les parties décident-elles de modifier la convention de compte pour y inclure une référence expresse à la Convention. Le client constitue par la suite une sûreté portant sur tous les titres crédités sur le compte de titres. Le bénéficiaire de la sûreté rend ensuite sa sûreté opposable conformément à la loi suisse. Ultérieurement, après l'entrée en vigueur de la Convention au plan international, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la sûreté a été rendue opposable. La loi suisse régit toutes les questions de l'article 2(1), y compris celle de l'opposabilité. Il en est ainsi parce que la référence expresse à la Convention rend l'article 4(1) applicable directement, sans intervention des règles interprétatives des articles 16(3) ou (4). L'article 4(1) désigne la loi suisse parce que la convention de compte comporte une clause d'élection de droit en faveur de la loi suisse, et l'intermédiaire avait, au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, un établissement conforme en Suisse. L'article 7 ne s'applique pas à cette situation car la loi ancienne n'était pas déterminée en vertu de la Convention. L'article 7 s'appliquerait toutefois si les parties devaient modifier la convention de compte de nouveau (soit avant, soit après l'entrée en vigueur de la Convention au plan international) et que cette nouvelle modification entraîne un changement de loi de la Convention par application de l'article 4(1) (voir le commentaire de l'art. 7).

IV. Article 16(3)

16-14 L'article 16(3) comporte deux éléments : (i) une règle interprétative traitant certaines clauses de conventions de compte antérieures à la Convention comme ayant pour effet de déterminer, aux fins de l'article 4(1) de la Convention, la loi applicable à toutes les questions de l'article 2(1), et (ii) un mécanisme de déclaration.

A. *Règle interprétative*

16-15 La règle interprétative de l'article 16(3) aura probablement un effet sur les conventions de compte antérieures à la Convention comportant certaines clauses énoncées et régies par la loi de certains Etats, tels que les Etats-Unis, dont les règles de conflit de lois donnent un effet d'élection de droit à certaines clauses énoncées de

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

If any of these two elements is fulfilled, the law governing all the Article 2(1) issues will be determined by direct application of Article 4(1) without any assistance from Articles 16(3) and (4).

16-12 The purpose of limiting the application of Articles 16(3) and (4) to pre-Convention account agreements that do not make express reference to the Convention is to provide informed market participants with a simple method of preventing application of the interpretive rules in Articles 16(3) and (4) to pre-Convention account agreements if they believe those provisions would change the outcome or undermine the legal certainty provided by a direct (*i.e.*, without the interpretive assistance of Arts. 16(3) and (4)) application of Articles 4, 5 and 6. Articles 16(3) and (4) might produce an outcome different from that of direct application of Articles 4, 5 and 6 if the rules of the State whose law governs a pre-Convention account agreement do not treat any of the terms of the account agreement as determining the law applicable to any of the Article 2(1) issues, but rather give that effect (*i.e.*, determining the law applicable to any of the Article 2(1) issues) to terms other than those specified in Articles 4(1) and 5(1), or give a different hierarchical sequence to the terms specified in Articles 4(1) and 5(1). Article 16(4) might be seen as diminishing the legal certainty provided by direct application of Articles 4, 5 and 6 to the extent that it permits courts to consider each account agreement as a whole and the surrounding circumstances. Thus, the "express reference to the Convention" option provides informed market participants with a simple method of having Articles 4, 5 and 6 apply to their pre-Convention account agreements as soon as the Convention enters into force, without exposure to any of the possible different outcomes or uncertainties that might stem from the interpretive assistance of Articles 16(3) and (4). In other words, pre-Convention account agreements which expressly refer to the Convention are excluded from the scope of Article 16 because the parties to such agreements must by definition have tailored their agreements to the terms of the Convention in the same way as the parties to post-Convention agreements. In this circumstance, it is unnecessary and inappropriate to distinguish between pre-Convention and post-Convention agreements.

B. *Declaration mechanism*

16-13 A State may declare, at the time it signs, ratifies, accepts, approves, or accedes to the Convention, that its courts will not apply Articles 16(3) and (4) to account agreements entered into during the Gap Period between the time the Convention entered into force on the international plane and the time the Convention enters into force for the declaring State. If a Contracting State makes such a declaration, the courts of that State will apply Articles 4, 5 and 6 to Gap Period account agreements without any interpretive assistance from Articles 16(3) or (4). A Multi-Unit State may make such a declaration with respect to any of its territorial units. Declarations are generally covered in Article 20.

Example 16-1

An intermediary and its customer entered into an account agreement in January 2001, before the Convention's entry into force on the international plane. At the time the account agreement was entered into, the intermediary had an office in Zurich that engaged in maintaining securities accounts. The account agreement expressly provides that it is governed by the laws of Switzerland. Under Swiss rules, such a choice of law provision does not have the effect of making Swiss law govern any of the Article 2(1) issues. The intermediary and the account holder want Swiss law to apply to all the Article 2(1) issues as soon as the Convention is entered into force. They cannot rely on the rules of Articles 16(3) or (4) to achieve that result. Article 16(3) will not produce that result because Swiss rules do not treat any terms in any account agreement as determining the law applicable to any of the Article 2(1) issues. Article 16(4) might not produce that result because, although the account agreement does not contain an express agreement as to where the securities account is maintained, it is uncertain whether a court might find an implied agreement from the account agreement as a whole or the surrounding circumstances.

Thus, in January 2003 (i.e., still before the Convention's entry into force on the international plane), the parties amended the account agreement to include an express reference to the Convention. The customer subsequently granted a security interest in all securities credited to the securities account. The secured party perfected its security interest in accordance with Swiss law. Later, after the Convention has come into effect on the international plane, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the security interest is perfected. Swiss law governs all the Article 2(1) issues, including the perfection issue. This is because the express reference to the Convention makes Article 4(1) directly applicable without assistance from the interpretive rules of Articles 16(3) or (4); Article 4(1) points to Swiss law because the account agreement contains a governing law clause specifying Swiss law, and the intermediary had, at the time the governing law agreement was made, a Qualifying Office in Switzerland. Article 7 does not apply to this situation as the old law was not determined under the Convention. Article 7 would, however, apply if the parties were to change the account agreement yet another time (either before or after the Convention's entry into force on the international plane) and this new amendment results in a change of the Convention law by application of Article 4(1) (see commentary on Art. 7).

IV. Article 16(3)

16-14 Article 16(3) provides for two matters: (i) an interpretive rule that treats certain provisions of pre-Convention account agreements as having the effect of determining, for purposes of Article 4(1) of the Convention, the law applicable to all the Article 2(1) issues, and (ii) a declaration mechanism.

A. *Interpretive rule*

16-15 The interpretive rule of Article 16(3) will likely have an impact on pre-Convention account agreements that contain specified provisions and which are governed by the law of certain States, such as the United States, whose conflict of laws rules give choice of law effect to

conventions de compte (voir les exemples 12-4 et 16-2). L'article 16(3) n'affectera que les conventions de compte dans lesquelles l'une de ces clauses figure expressément. L'article 16(3) dispose que dans le cas où, selon les règles de l'Etat ou de l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités dont la loi régit la convention de compte, ces clauses expresses auraient pour effet de déterminer la loi applicable à *l'une quelconque* des questions de l'article 2(1), la Convention aura pour effet que cette loi régira *toutes* les questions de l'article 2(1), sous réserve de la condition d'établissement conforme. Lorsqu'il est applicable, l'article 16(3) pourra avoir pour effet d'étendre la portée de la détermination de la loi applicable de certaines à la totalité des questions mentionnées dans l'article 2(1), et dans certains cas, pourrait également avoir pour effet de produire un résultat en vertu de l'article 4 alors que par ailleurs l'article 4 n'aurait pas produit de résultat, évitant ainsi le recours aux rattachements subsidiaires de l'article 5 (pour le sens de l'expression « loi en vigueur », voir les observations aux para. 4-15, 12-12 et 12-13).

B. *Mécanisme de déclaration*

16-16 Un Etat peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration en vertu de l'article 16(3). La déclaration peut prévoir que les tribunaux de cet Etat n'appliqueront pas la règle interprétative de l'article 16(3) si les parties à la convention de compte sont expressément convenues que le compte de titres est tenu dans un Etat *autre* que l'Etat dont la loi serait par ailleurs applicable du fait de la règle interprétative de l'article 16(3). Un Etat à plusieurs unités peut faire une telle déclaration à l'égard de l'une quelconque de ses unités territoriales.

Exemple 16-2

Un intermédiaire constitué selon les lois du Massachusetts et son client ont conclu une convention de compte en janvier 2001, avant l'entrée en vigueur de la Convention au plan international. La convention de compte prévoit expressément que la juridiction dont dépend l'intermédiaire des titres est New York, et prévoit expressément que la convention de compte est régie par les lois de New York. Au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, l'intermédiaire avait à New York un établissement conforme. Le client constitue une sûreté portant sur le compte de titres et tous les security entitlements résultant d'un crédit de titres sur le compte. Le bénéficiaire de la sûreté rend sa sûreté opposable conformément à la loi de New York. En vertu de la Section 9-305(a)(3) de l'Uniform Commercial Code de New York, la désignation de la juridiction de l'intermédiaire a pour effet de rendre la loi de New York applicable pour régir l'opposabilité et la priorité de la sûreté, deux des questions de l'article 2(1).

Par la suite, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la sûreté portant sur les titres crédités sur le compte tenu par l'intermédiaire a été rendue opposable. L'Etat du for n'a pas fait la déclaration prévue par l'article 16(3), ou, s'il l'a faite, la déclaration n'est pas pertinente parce que la convention de compte n'a pas expressément stipulé que le compte de titres est tenu dans un Etat autre que les Etats-Unis. La loi de New York régirait toutes les questions de l'article 2(1), y compris l'opposabilité. Ce résultat est déterminé par l'article 4(1) en utilisant l'aide interprétative de l'article 16(3). La désignation, par la convention de compte, de New York comme juridiction dont dépend l'intermédiaire des titres a pour effet, selon la loi de New York, de rendre la loi de New York applicable à une au moins des questions de l'article 2(1) (mais dans cette espèce, à la fois l'opposabilité et la priorité). L'intermédiaire avait, au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable, un établissement conforme aux Etats-Unis et l'effet en vertu de l'article 4(1) de l'aide interprétative résultant de l'article 16(3) est d'étendre l'application de la loi de New York à toutes les questions de l'article 2(1).

16-17 Si, dans l'exemple 16-2, la question de l'opposabilité faisait l'objet d'un contentieux devant le for d'un Etat ayant fait une déclaration en vertu de l'article 16(3), et que les parties étaient expressément convenues dans la convention de compte que le compte de titres est tenu dans un Etat quelconque (qui n'est pas nécessairement l'Etat déclarant) autre que l'Etat dont la loi aurait été applicable par ailleurs du fait de la règle interprétative de l'article 16(3), le tribunal n'appliquerait pas la règle interprétative de l'article 16(3). Le tribunal appliquerait par contre la règle interprétative de l'article 16(4) ou, si la loi applicable n'était pas déterminée avec l'aide interprétative de l'article 16(4), la loi applicable serait déterminée conformément aux articles 4, 5 et 6 sans l'aide des articles 16(3) ou (4).

V. Article 16(4)

16-18 L'article 16(4) comporte une règle interprétative considérant certaines clauses de conventions de compte antérieures à la Convention comme ayant pour effet de déterminer, aux fins de l'article 4(1) de la Convention, la loi applicable à toutes les questions de l'article 2(1). Elle entre en jeu (i) si l'article 16(3) n'est pas applicable (voir le para. 16-15) ou (ii) si la loi applicable n'est pas déterminée en utilisant l'aide interprétative de l'article 16(3) (voir les para. 16-16 et 16-17). Sur le sens de l'expression « loi en vigueur », voir les observations aux paragraphes 4-15, 12-12 et 12-13.

16-19 Si une convention de compte antérieure à la Convention, à laquelle l'article 16(3) n'est pas applicable prévoit expressément l'Etat, ou l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, dans lequel le compte de titres est tenu, la Convention considérera la loi de cet Etat ou unité territoriale comme la loi régissant les questions de l'article 2(1), à condition que l'intermédiaire pertinent ait eu, au moment de la conclusion de la convention de compte, un établissement conforme dans cet Etat.

16-20 Par contraste avec l'article 16(3), en vertu de l'article 16(4), l'accord, quant à l'Etat, ou à l'unité territoriale, où le compte de titres est tenu, peut être exprès, résulter implicitement des termes de la convention antérieure à la Convention dans son ensemble, ou résulter implicitement des circonstances extérieures à celle-ci au moment de la conclusion de la convention antérieure à la Convention par les parties. Cette démarche est unique et ne se trouve qu'ici dans la Convention. Elle diverge nettement de la démarche de l'article 16(3), qui n'est applicable que si les termes pertinents sont exprès ; de l'article 4(1), qui exige un accord exprès ; et de l'article 5(1), qui exige que le terme stipulé ressorte « expressément et sans ambiguïté d'une convention de compte écrite ».

16-21 Il est important de noter que pour décider si les termes d'une convention de compte antérieure à la Convention considérée dans son ensemble ou par rapport aux circonstances extérieures à celle-ci indiquent l'existence d'un accord tacite sur le lieu de tenue du compte, il est interdit à un tribunal d'accorder une quelconque importance à l'un des facteurs mentionnés à l'article 6. Ainsi, un tribunal ne peut pas considérer le lieu de constitution ou autre organisation, du siège statutaire ou social ou de

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

specified provisions in account agreements (see Examples 12-4 and 16-2). Article 16(3) will affect only those pre-Convention account agreements in which any of such provisions is expressly set forth. Article 16(3) provides that if, under the rules of the State or territorial unit of a Multi-Unit State whose law governs the account agreement, those express provisions would have the effect of determining the applicable law for *any* of the Article 2(1) issues, the Convention will have the effect that that law governs *all* the Article 2(1) issues, subject to the Qualifying Office requirement. Where applicable, Article 16(3) can have the effect of expanding the scope of the governing law determination from some to all of the issues specified in Article 2(1), and, in some cases, it might also have the effect of producing a result under Article 4 when otherwise Article 4 would not have produced a result, thereby avoiding recourse to Article 5's fall-back rules. On the meaning of the expression "law in force", see the comments in paragraphs 4-15, 12-12 and 12-13.

B. *Declaration mechanism*

16-16 A State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration under Article 16(3). The declaration may provide that the courts of that State will not apply the interpretive rule of Article 16(3) if the parties to the account agreement have expressly agreed that the securities account is maintained in a *different* State than the State whose law would otherwise be applicable by reason of the interpretive rule of Article 16(3). A Multi-Unit State may make such a declaration with respect to any of its territorial units.

Example 16-2

An intermediary incorporated under the laws of Massachusetts and its customer entered into an account agreement in January 2001, before the Convention's entry into force on the international plane. The account agreement states expressly that the securities intermediary's jurisdiction is New York, and expressly provides that the account agreement is governed by the laws of New York. At the time the governing law agreement was made, the intermediary had a Qualifying Office in New York. The customer grants a security interest in the securities account and all security entitlements arising out of a credit of securities to the account. The secured party perfects its security interest in accordance with New York law. Under Section 9-305(a)(3) of the New York Uniform Commercial Code, the selection of the intermediary's jurisdiction has the effect of making New York law applicable to govern the perfection and priority of the security interest, two of the Article 2(1) issues.

Later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the security interest in the securities credited to the account maintained by the intermediary is perfected. The forum State has not made the declaration provided for in Article 16(3) or, if it has, the declaration is irrelevant because the account agreement does not expressly provide that the securities account is maintained in a State other than the United States. New York law would govern all of the Article 2(1) issues, including perfection. This result is determined by Article 4(1) using the interpretive assistance of Article 16(3). The account agreement's specification of New York as the securities intermediary's jurisdiction has, under New York law, the effect of making New York law applicable to at least one of the Article 2(1) issues (though, in this case, both perfection and priority); the intermediary had, at the time the governing law agreement was made, a Qualifying Office in the United States; and the effect under Article 4(1) of the interpretive assistance of Article 16(3) is to expand the application of New York law to all the Article 2(1) issues.

16-17 If, in Example 16-2, the issue of perfection were litigated in a forum State that had made a declaration under Article 16(3), and the parties had expressly agreed in the account agreement that the securities account is maintained in any State (which need not be the declaring State) other than the State whose law would otherwise have been the applicable law by reason of the interpretive rule of Article 16(3), the court would not apply the interpretive rule of Article 16(3). Instead, the court would apply the interpretive rule of Article 16(4) or, if the applicable law were not determined with the interpretive assistance of Article 16(4), the applicable law would be determined in accordance with Articles 4, 5 and 6 without the assistance of Articles 16(3) or (4).

V. Article 16(4)

16-18 Article 16(4) provides an interpretive rule that treats certain provisions of pre-Convention account agreements as having the effect of determining, for the purposes of Article 4(1) of the Convention, the law applicable to all Article 2(1) issues; it comes into play (i) if Article 16(3) does not apply (see para. 16-15) or (ii) if the applicable law is not determined using the interpretive assistance of Article 16(3) (see paras. 16-16 and 16-17). On the meaning of the expression "law in force", see the comments in paragraphs 4-15, 12-12 and 12-13.

16-19 Thus, if a pre-Convention account agreement to which Article 16(3) is not applicable expressly specifies the State or territorial unit of a Multi-Unit State in which the securities account is maintained, the Convention will treat the law of that State or territorial unit as the law governing the Article 2(1) issues, provided that the relevant intermediary had, at the time the account agreement was entered into, a Qualifying Office in that State.

16-20 In contrast to Article 16(3), under Article 16(4), the agreement as to the State or territorial unit in which the securities account is maintained may be express, implied from the terms of the pre-Convention agreement as a whole, or implied from the surrounding circumstances at the time the parties entered into the pre-Convention agreement. This approach is unique and is found in the Convention only here; it differs sharply from the approach under Article 16(3), which is applicable only if the relevant terms are express, Article 4(1), which requires express agreement, and Article 5(1), which requires that the specified term be "expressly and unambiguously stated in a written account agreement".

16-21 It is important to note that in deciding whether the terms of a pre-Convention agreement considered as a whole or from the surrounding circumstances indicate the existence of an implied agreement as to where the account is maintained, a court is precluded from giving any weight to any of the factors specified in Article 6. Thus, the court may not consider the place where the issuer of the securities is incorporated or otherwise organised, has its statutory seat or registered office, central administration or

Goode, Kanda and Kreuzer Report

l'administration centrale, ou le lieu d'activité ou principal lieu d'activité, de l'émetteur des titres ; le lieu de situation de tout certificat représentant des titres sous-jacents ; le lieu de situation du registre des titres sous-jacents ; ou le lieu de situation de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent. Au contraire, le tribunal doit limiter son examen aux facteurs qui sont réellement pertinents à la question de savoir si les parties sont parvenues à un accord implicite sur l'Etat ou l'unité territoriale où le compte de titres est tenu.

Exemple 16-3

Un intermédiaire et son client ont conclu une convention de compte en janvier 2001, avant l'entrée en vigueur de la Convention au plan international. La convention de compte prévoit expressément que le compte de titres est tenu à Amsterdam, et prévoit expressément que la convention de compte est régie par la loi anglaise. Au moment de la conclusion de la convention de compte, l'intermédiaire avait un établissement conforme aux Pays-Bas. Le client constitue une sûreté portant sur tous les titres crédités sur le compte de titres. Le bénéficiaire de la sûreté rend sa sûreté opposable conformément à la loi néerlandaise.

Par la suite, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la sûreté a été rendue opposable. La loi applicable n'est pas déterminée à l'aide de la règle interprétative de l'article 16(3) parce que la loi anglaise ne considère aucune clause d'une convention de compte comme déterminant la loi applicable à l'une des questions mentionnées dans l'article 2(1). Cependant, en vertu de l'article 4(1), en utilisant la règle interprétative de l'article 16(4), la loi néerlandaise régit toutes les questions mentionnées à l'article 2(1), y compris celle de l'opposabilité. Il en est ainsi parce que les parties sont expressément convenues dans la convention de compte que le compte de titres est tenu à Amsterdam et que l'intermédiaire avait, au moment de l'accord des parties à cet effet, un établissement conforme aux Pays-Bas.

Exemple 16-4

Un intermédiaire organisé selon la loi de la Ruritanie et son client ont conclu une convention de compte en janvier 2001, avant l'entrée en vigueur de la Convention au plan international. La convention de compte ne comporte pas de clause d'élection de droit et ne précise pas expressément où le compte de titres est tenu. La convention de compte prévoit cependant expressément que l'intermédiaire de la Ruritanie a conclu la convention via son établissement de Metropolis, capitale de la Ruritanie. Au moment de la conclusion de la convention, l'intermédiaire avait un établissement conforme en Ruritanie. L'intermédiaire attribue également un code bancaire au compte de titres du client, affectant le compte à l'établissement de Métropolis. Des titres émis par des sociétés organisées en France, en Angleterre, aux Etats-Unis, au Japon et en Australie sont crédités sur le compte du client, et détenus par l'intermédiaire via des sous-conservateurs dans chacun de ces Etats. Le client constitue une sûreté portant sur tous les titres crédités sur le compte de titres. Le bénéficiaire de la sûreté rend sa sûreté opposable conformément à la loi de la Ruritanie.

Par la suite, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la sûreté a été rendue opposable. En vue d'établir si l'article 16(3) entre en jeu, le tribunal (utilisant les règles de conflit de lois du for et non la Convention) détermine que la convention de compte est régie par la loi de la Ruritanie. La loi applicable n'est pas déterminée à l'aide de la règle interprétative de l'article 16(3) parce que la loi de la Ruritanie ne considère aucun terme d'une convention de compte comme ayant pour effet de déterminer la loi applicable à l'une quelconque des questions de l'article 2(1). Cependant, un tribunal pourrait statuer que du fait de la règle interprétative de l'article 16(4), la loi de la Ruritanie régit toutes les questions de l'article 2(1), y compris celle de l'opposabilité. Il en est ainsi parce que la clause indiquant l'établissement de Métropolis comme établissement via lequel l'intermédiaire de la Ruritanie a conclu la convention, et l'attribution du code bancaire affectant le compte de titres du client à l'établissement de Metropolis, pris ensemble, peuvent être considérés comme suffisants pour indiquer l'existence d'un accord tacite selon lequel le compte de titres est tenu en Ruritanie, et l'intermédiaire avait un établissement conforme en Ruritanie au moment de l'accord des parties à cet effet. Le tribunal peut se fonder sur les deux faits identifiés pour trouver un accord tacite parce qu'ils suffisent à démontrer l'intention des parties de convenir du lieu de tenue du compte de titres, et qu'aucun de ces faits ne figure parmi ceux énumérés dans l'article 6.

VI. Situations où la loi applicable n'est pas déterminée en utilisant l'article 16(3) ou l'article 16(4)

16-22 Comme indiqué ci-dessus, les règles des articles 16(3) et (4) ne sont que des règles interprétatives ; elles ne constituent pas un régime autonome de droit international privé. Si la loi applicable n'est pas déterminée à l'aide des règles interprétatives de ces dispositions, les articles 4, 5 et 6 déterminent donc la loi applicable sans leur intervention. Cela pourrait se produire dans un certain nombre de circonstances, telles que :

- la convention de compte n'a pas été conclue avant l'entrée en vigueur de la Convention au plan international ;
- la convention de compte renvoie expressément à la Convention ;
- la convention de compte antérieure à la Convention ne comporte aucune des clauses visées par les articles 16(3) et (4) ;
- la convention de compte antérieure à la Convention a été conclue pendant la période intercalaire et le for est un Etat contractant qui a fait une déclaration selon laquelle ses tribunaux n'appliqueront pas les articles 16(3) et (4) à de telles conventions de compte ;
- l'intermédiaire n'avait pas, au moment de la conclusion de la convention de compte, d'établissement conforme dans l'Etat ou unité territoriale pertinents ; ou
- la convention de compte ne comporte pas d'accord exprès ou tacite quant au lieu de tenue du compte de titres (et l'art. 16(3) ne s'applique pas non plus).

16-23 L'application des articles 4, 5 et 6 en de telles circonstances sans l'aide des règles interprétatives des articles 16(3) ou (4) préserve la structure d'ensemble de la Convention : si la loi applicable n'est pas déterminée en vertu de l'article 4, elle le sera selon les rattachements subsidiaires de l'article 5.

Exemple 16-5

Un intermédiaire et son client ont conclu une convention de compte en janvier 2001, avant l'entrée en vigueur de la Convention au plan international. La convention de compte prévoit expressément que la convention de compte est régie par la loi néo-zélandaise et prévoit expressément

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

place or principal place of business; where any certificates representing any underlying securities are located; where the register of underlying securities is located; or where any intermediary other than the relevant intermediary is located. Instead, the court must limit its consideration to factors that are truly relevant to whether the parties reached an implicit agreement on the State or territorial unit in which the securities account is maintained.

Example 16-3

An intermediary and its customer entered into an account agreement in January 2001, before the Convention's entry into force on the international plane. The account agreement expressly provides that the securities account is maintained in Amsterdam and expressly provides that the account agreement is governed by English law. At the time the account agreement was entered into, the intermediary had a Qualifying Office in the Netherlands. The customer grants a security interest in all securities credited to the securities account. The secured party perfects its security interest in accordance with Dutch law.

Later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the security interest is perfected. The applicable law is not determined by using the interpretive rule of Article 16(3) because English law does not treat any term of an account agreement as having the effect of determining the law applicable to any of the issues in Article 2(1). However, under Article 4(1), using the interpretive rule of Article 16(4), Dutch law governs all the issues specified in Article 2(1), including the issue of perfection. This is because the parties expressly agreed in the account agreement that the securities account is maintained in Amsterdam and the intermediary had, at the time the parties agreed on that, a Qualifying Office in the Netherlands.

Example 16-4

An intermediary organised under the laws of Ruritania and its customer entered into an account agreement in January 2001, before the Convention's entry into force on the international plane. The account agreement does not contain a governing law clause and does not expressly specify where the securities account is maintained. The account agreement expressly provides, however, that the Ruritanian intermediary entered into the agreement through its office in Metropolis, the capital of Ruritania. At the time the agreement was entered into, the intermediary had a Qualifying Office in Ruritania. The intermediary also assigns a bank code to the customer's securities account that allocates the account to the Metropolis office. The customer's account is credited with securities issued by companies organised in France, England, the United States, Japan, and Australia, which are held by the Ruritanian intermediary through subcustodians in each of those States. The customer grants a security interest in all securities credited to the securities account. The secured party perfects its interest in accordance with Ruritanian law.

Later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the security interest is perfected. For the purpose of ascertaining whether Article 16(3) comes into play, the court (using the conflict of laws rules of the forum, not the Convention) determines that the account agreement is governed by Ruritanian law. The applicable law is not determined by using the interpretive rule of Article 16(3) because Ruritanian law does not treat any term of an account agreement as having the effect of determining the law applicable to any of the Article 2(1) issues. A court could, however, hold, by reason of the interpretive rule of Article 16(4), that Ruritanian law governs all the Article 2(1) issues, including perfection. This is because the clause specifying the Metropolis office as the office through which the Ruritanian intermediary entered into the agreement, and the assignment of the bank code allocating the customer's securities account to the Metropolis office, taken together, could be held to be sufficient to indicate the existence of an implied agreement that the securities account is maintained in Ruritania, and the intermediary had a Qualifying Office in Ruritania at the time the parties agreed on that. The two identified facts may be relied on by the court in finding an implied agreement because they are sufficient to show the intent of the parties to agree as to where the securities account is maintained, and neither fact is among those listed in Article 6.

VI. When applicable law is not determined using Article 16(3) or Article 16(4)

16-22 As noted above, the rules in Articles 16(3) and (4) are only interpretive rules; they do not constitute an independent private international law regime. Thus, if the applicable law is not determined by virtue of the interpretive assistance of those provisions, Articles 4, 5 and 6 determine the applicable law without their assistance. This might occur in a number of circumstances, such as:

- the account agreement was not entered into before the Convention's entry into force on the international plane;
- the account agreement makes express reference to the Convention;
- the pre-Convention account agreement does not contain any of the terms referred to in Articles 16(3) and (4);
- the pre-Convention account agreement was entered into during the Gap Period and the forum is a Contracting State that made a declaration that its courts would not apply Articles 16(3) and (4) to such account agreements;
- the intermediary did not, at the time the account agreement was entered into, have a Qualifying Office in the relevant State or territorial unit; or
- the account agreement does not contain an express or implied agreement as to where the securities account is maintained (and Art. 16(3) also does not apply).

16-23 Applying Articles 4, 5 and 6 under such circumstances without the assistance of the interpretive rules in Articles 16(3) or (4) preserves the overall structure of the Convention: if the applicable law is not determined under Article 4, it will be determined under the fall-back rules of Article 5.

Example 16-5

An intermediary and its customer entered into an account agreement in January 2001, before the Convention's entry into force on the international plane. The account agreement expressly provides that the account agreement is governed by the laws of New Zealand and expressly provides

que le compte de titres est tenu aux Iles Caïmans. Au moment de la conclusion de la convention, l'intermédiaire avait un établissement conforme à Auckland. Il avait également à ce moment un établissement aux Iles Caïmans, mais qui ne remplissait pas la condition indiquée par la seconde phrase de l'article 4(1). Le client constitue une sûreté portant sur tous les titres crédités sur le compte de titres. Le bénéficiaire de la sûreté rend sa sûreté opposable selon les lois de Nouvelle-Zélande et des Iles Caïmans.

Par la suite, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la sûreté a été rendue opposable. La loi applicable n'est pas déterminée à l'aide de l'article 16(3) parce que, selon la loi néo-zélandaise, ni une clause d'élection de droit ni l'accord sur le lieu où le compte est tenu n'a pour effet de déterminer la loi applicable à l'une quelconque des questions mentionnées dans l'article 2(1). La loi applicable n'est pas déterminée avec l'aide de l'article 16(4) parce que bien que la convention de compte comporte un accord exprès selon lequel le compte de titres est tenu aux Iles Caïmans, l'intermédiaire n'avait pas, au moment de la conclusion de la convention de compte, d'établissement conforme aux Iles Caïmans. L'article 4(1) doit donc être appliqué sans l'aide des règles interprétatives des articles 16(3) et (4). En vertu de l'article 4(1), la loi néo-zélandaise régit toutes les questions de l'article 2(1). Il en est ainsi parce que la convention de compte prévoit expressément qu'elle est régie par la loi néo-zélandaise et que l'intermédiaire avait un établissement conforme en Nouvelle-Zélande au moment de la conclusion de l'accord sur la loi applicable.

Exemple 16-6

Un intermédiaire et son client ont conclu une convention de compte écrite en janvier 2001, avant l'entrée en vigueur de la Convention au plan international. La convention de compte ne comporte pas de clause d'élection de droit et ne comporte pas d'accord exprès sur le lieu de tenue du compte de titres. La convention de compte prévoit cependant expressément et sans ambiguïté que l'intermédiaire a conclu la convention via son établissement de Heidelberg. Au moment de la conclusion de la convention, l'intermédiaire avait un établissement conforme à Heidelberg. Le client constitue une sûreté portant sur tous les titres crédités sur le compte de titres. Le bénéficiaire de la sûreté rend sa sûreté opposable conformément à la loi allemande.

Par la suite, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la sûreté a été rendue opposable. Le tribunal détermine que la convention de compte est régie par la loi allemande. La loi applicable aux questions de l'article 2(1) n'est pas déterminée avec l'assistance de l'article 16(3). Il en est ainsi parce que la loi allemande ne considère aucun terme d'une convention de compte comme ayant pour effet de déterminer la loi applicable à l'une quelconque des questions de l'article 2(1). La loi applicable aux questions de l'article 2(1) n'est pas déterminée à l'aide de l'article 16(4) parce que la convention de compte ne comportait pas d'accord exprès quant au lieu de tenue du compte de titres, et la clause selon laquelle la convention a été conclue via l'établissement de Heidelberg n'est pas suffisante à elle seule pour indiquer l'existence d'un accord tacite quant au lieu de tenue du compte de titres.

Supposons que la convention de compte ou les circonstances extérieures à celle-ci n'apportent aucun élément permettant de soutenir la constatation d'un accord tacite sur ce point. La loi applicable à toutes les questions de l'article 2(1) n'est pas déterminée en vertu de l'article 4(1), appliqué ici sans l'assistance des articles 16(3) et (4), parce que la convention de compte ne comporte pas d'accord exprès quant à l'Etat dont la loi régit la convention de compte ou toutes les questions de l'article 2(1). Le rattachement subsidiaire de l'article 5(1) s'applique (sans l'assistance des règles interprétatives des art. 16(3) et (4), qui n'aident qu'à l'application de l'art. 4). En vertu de l'article 5(1), la loi allemande est la loi applicable régissant toutes les questions de l'article 2(1) parce que la convention de compte prévoit expressément et sans ambiguïté que l'intermédiaire a conclu la convention via son établissement de Heidelberg et que l'intermédiaire avait un établissement conforme en Allemagne au moment où les parties ont conclu la convention de compte.

Exemple 16-7

Un intermédiaire organisé selon la loi de Singapour et son client ont conclu une convention de compte écrite en janvier 2001, avant l'entrée en vigueur de la Convention au plan international. La convention de compte ne comporte pas de clause d'élection de droit, ne précise pas expressément où le compte de titres est tenu, et ne prévoit pas expressément et sans ambiguïté que l'intermédiaire a conclu la convention via un établissement particulier. Le client constitue une sûreté portant sur tous les titres crédités sur le compte de titres. Le bénéficiaire de la sûreté rend sa sûreté opposable conformément à la loi de Singapour.

Par la suite, dans le cadre d'une procédure dans un Etat où la Convention est en vigueur, la question est de savoir si la sûreté a été rendue opposable. Le tribunal détermine que la convention de compte est régie par la loi de Singapour. Pour les motifs indiqués dans les exemples précédents, la loi applicable à toutes les questions de l'article 2(1) n'est pas déterminée par l'article 4 (avec ou sans l'assistance des art. 16(3) et (4)). En outre, la loi applicable n'est pas déterminée en vertu de l'article 5(1), parce que la convention de compte, bien qu'écrite, ne prévoit pas expressément et sans ambiguïté que l'intermédiaire a conclu la convention via un établissement particulier. En vertu de l'article 5(2), la loi de Singapour régit toutes les questions de l'article 2(1) parce que l'intermédiaire était organisé selon la loi de Singapour au moment de la conclusion de la convention par les parties.

CHAPITRE V CLAUSES FINALES

Article 17 *Signature, Ratification, Acceptation, Approbation ou Adhésion*

1. La présente Convention est ouverte à la signature de tous les Etats.

2. La présente Convention est sujette à ratification, acceptation ou approbation des Etats signataires.

3. Un Etat qui ne signe pas la présente Convention peut y adhérer à tout moment.

4. Les instruments de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion seront déposés auprès du Ministère des Affaires Etrangères du Royaume des Pays-Bas, Dépositaire de la présente Convention.

17-1 Cet article prévoit deux méthodes par lesquelles un Etat peut devenir Etat contractant à la Convention : soit en *signant* la Convention et en déposant ensuite son instrument de *ratification*, d'*acceptation* ou d'*approbation* de la Convention auprès du Dépositaire (para. (1), (2), et (4)), soit, alternativement, en déposant son instrument d'*adhésion* à la Convention auprès du Dépositaire (para. (3) et (4)). La signature de la Convention oblige l'Etat à « s'abstenir d'actes qui priveraient [la Convention] de son objet

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

that the securities account is maintained in the Cayman Islands. At the time the agreement was entered into, the intermediary had a Qualifying Office in Auckland. It also had at that time an office in the Cayman Islands, but that office did not satisfy the condition specified in the second sentence of Article 4(1). The customer grants a security interest in all securities credited to the securities account. The secured party perfects its interest in accordance with the laws of New Zealand and the Cayman Islands.

Later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the security interest is perfected. The applicable law is not determined with the assistance of Article 16(3) because under New Zealand law, neither the selection of the governing law nor the agreement of the place where the account is maintained has the effect of determining the law applicable to any of the issues in Article 2(1). The applicable law is not determined with the assistance of Article 16(4) because, although the account agreement included an express agreement that the securities account is maintained in the Cayman Islands, the intermediary did not, at the time the account agreement was entered into, have a Qualifying Office in the Cayman Islands. Thus, Article 4(1) must be applied without the assistance of the interpretive rules of Articles 16(3) and (4). Under Article 4(1), New Zealand law governs all the issues in Article 2(1). This is because the account agreement expressly provides that it is governed by New Zealand law and the intermediary had a Qualifying Office in New Zealand at the time the governing law agreement was made.

Example 16-6

An intermediary and its customer entered into a written account agreement in January 2001, before the Convention's entry into force on the international plane. The account agreement does not contain a governing law clause and does not include an express agreement as to where the securities account is maintained. The account agreement expressly and unambiguously provides, however, that the intermediary entered into the agreement through its Heidelberg office. At the time the agreement was entered into, the intermediary had a Qualifying Office in Heidelberg. The customer grants a security interest in all securities credited to the securities account. The secured party perfects its interest in accordance with German law.

Later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the security interest is perfected. The court determines that the account agreement is governed by German law. The law applicable to the Article 2(1) issues is not determined with the assistance of Article 16(3) because German law does not treat any term of an account agreement as having the effect of determining the law applicable to any of the issues in Article 2(1). The law applicable to the Article 2(1) issues is not determined with the assistance of Article 16(4) because the account agreement did not contain an express agreement as to where the securities account is maintained, and the provision that the agreement was entered into through the Heidelberg office is not by itself sufficient to indicate the existence of an implied agreement as to where the securities account is maintained.

Assume that there is nothing else in the account agreement or in the surrounding circumstances that would support a finding of an implied agreement on that point. The law applicable to all the Article 2(1) issues is not determined under Article 4(1), applied here without the assistance of Articles 16(3) and (4), because the account agreement does not contain an express agreement as to the State whose law governs the account agreement or all the Article 2(1) issues. The fallback rule in Article 5(1) applies (without the assistance of the interpretive rules of Arts. 16(3) and (4), which assist only in the application of Art. 4). Under Article 5(1), German law is the applicable law that governs all the Article 2(1) issues because the account agreement expressly and unambiguously states that the intermediary entered into the agreement through its Heidelberg office and the intermediary had a Qualifying Office in Germany at the time the parties entered into the account agreement.

Example 16-7

An intermediary organised under the laws of Singapore and its customer entered into a written account agreement in January 2001, before the Convention's entry into force on the international plane. The account agreement does not contain a governing law clause, does not expressly specify where the securities account is maintained, and does not expressly and unambiguously state that the intermediary entered into the agreement through a particular office. The customer grants a security interest in all securities credited to the securities account. The secured party perfects its security interest in accordance with Singapore law.

Later, in a proceeding in a State where the Convention is in force, the issue is whether the security interest is perfected. The court determines that the account agreement is governed by Singapore law. For the reasons given in the preceding examples, the law applicable to all the Article 2(1) issues is not determined by Article 4 (neither with nor without the assistance of Arts. 16(3) and (4)). The applicable law also is not determined under Article 5(1), because the account agreement, although written, does not expressly and unambiguously contain a statement that the intermediary entered into the account agreement through a particular office. Under Article 5(2), Singapore law governs all the Article 2(1) issues because the intermediary was organised under Singapore law at the time the parties entered into the agreement.

CHAPTER V FINAL CLAUSES

Article 17 *Signature, ratification, acceptance, approval or accession*

1. This Convention shall be open for signature by all States.

2. This Convention is subject to ratification, acceptance or approval by the signatory States.

3. Any State which does not sign this Convention may accede to it at any time.

4. The instruments of ratification, acceptance approval or accession shall be deposited with the Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of the Netherlands, Depositary of this Convention.

17-1 This Article provides two methods by which a State may become a Contracting State to the Convention: either by *signing* the Convention and then depositing its instrument of *ratification, acceptance* or *approval* of the Convention with the Depositary (paras. (1), (2) and (4)), or, alternatively, by depositing its instrument of *accession* to the Convention with the Depositary (paras. (3) and (4)). The signing of the Convention obliges the State to "refrain from acts which would defeat the object and purpose" of

et de son but » (voir art. 18 de la Convention de Vienne de 1969 sur le droit des traités) aussi longtemps que l'Etat sera signataire de la Convention. Le dépôt d'un instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion constitue, dans chaque cas, un acte international par lequel un Etat établit au plan international son consentement à être lié par la Convention (voir art. 2(1)(b) de la Convention de Vienne).

17-2 Il n'y a pas de différence de qualité ou d'effet entre les deux méthodes prévues par cet article. Les deux méthodes sont à la disposition des Etats membres comme des Etats non membres de la Conférence de la Haye de droit international privé. En outre, la disposition ne fait pas de distinction entre les Etats ayant participé à la Session diplomatique lors de laquelle le texte de la Convention a été adopté et les autres. Cela contraste avec la plupart des Conventions de La Haye antérieures, qui disposent généralement que seuls les Etats membres de la Conférence peuvent signer et ratifier, accepter ou approuver la Convention, alors que les Etats non membres ne peuvent qu'y adhérer. De surcroît, contrairement à la plupart des Conventions de La Haye antérieures, il n'y a pas d'exigence de l'acceptation d'une adhésion. En vue d'offrir aux Etats la gamme d'options et la souplesse les plus étendues possibles pour devenir Etat contractant, ces différenciations ont été volontairement éliminées (à l'instar de l'art. 25 de la *Convention de La Haye du 22 décembre 1986 sur la loi applicable aux contrats de vente internationale de marchandises*).

17-3 Cet article n'impose aucune condition de délai ou autre condition préalable à la signature, la ratification ou l'acceptation de la Convention ou l'adhésion à celle-ci. Notamment, lorsqu'un Etat a signé la Convention, cet article n'impose aucun délai pour la ratification, l'acceptation ou l'approbation. L'instrument de ratification, d'acceptation ou d'approbation peut même être déposé au moment de la signature. Le paragraphe (3) a pour effet que les Etats non signataires peuvent adhérer avant (aussi bien qu'après) l'entrée en vigueur de la Convention au plan international en vertu de l'article 19(1).

17-4 Les instruments de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion sont déposés auprès du Dépositaire de la Convention, c'est-à-dire du Ministère des Affaires Etrangères du Royaume des Pays-Bas (para. (4)). Le Dépositaire notifie ensuite aux personnes indiquées à l'article 24 toute signature, ratification, acceptation ou adhésion en vertu de cet article (voir commentaire supplémentaire à l'art. 24).

17-5 L'entrée en vigueur de la Convention, au plan international comme pour l'Etat contractant concerné, est régie par l'article 19, et non par cet article.

17-6 La signature, la ratification, l'acceptation ou l'adhésion en vertu des paragraphes (1)-(3) ne concerne que les Etats. Pour les organisations régionales d'intégration économique, une disposition correspondante figure à l'article 18.

Article 18 Organisations régionales d'intégration économique

1. Une organisation régionale d'intégration économique constituée par des Etats souverains et ayant compétence sur certaines matières régies par la présente Convention peut également signer, accepter et approuver la présente Convention ou y adhérer. En pareil cas, l'organisation régionale d'intégration économique aura les mêmes droits et obligations qu'un Etat contractant, dans la mesure où cette organisation a compétence sur des matières régies par la présente Convention. Lorsque le nombre d'Etats contractants est pertinent dans la présente Convention, l'organisation régionale d'intégration économique n'est pas comptée comme Etat contractant en plus de ses Etats membres qui sont des Etats contractants.

2. Au moment de la signature, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, l'organisation régionale d'intégration économique notifie au Dépositaire par écrit les matières régies par la présente Convention pour lesquelles ses Etats membres ont délégué leur compétence à cette organisation. L'organisation régionale d'intégration économique doit notifier sans retard au Dépositaire, par écrit, toute modification intervenue dans la délégation de compétence précisée dans la notification faite en vertu du présent paragraphe, ainsi que toute nouvelle délégation de compétence.

3. Toute référence à « Etat contractant » ou « Etats contractants » dans la présente Convention s'applique également à une organisation régionale d'intégration économique, lorsque le contexte requiert qu'il en soit ainsi.

18-1 Cet article permet à chaque organisation régionale d'intégration économique (ORIE) constituée par des Etats souverains (par ex., la Communauté européenne) de signer, accepter, ou approuver la Convention ou y adhérer (l'absence du terme « *ratifier* » est voulue, seuls les Etats ratifiant les Conventions), mais uniquement dans la mesure où elle a compétence sur les matières régies par la Convention. La Communauté européenne, par exemple, a adopté plusieurs instruments juridiques traitant de questions relevant de la présente Convention (*Directive CE/98/26 du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres*, JO L 166/45 du 11/6/1998 ; *Directive CE/2001/24 du Parlement européen et du Conseil du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit*, JO L 125/15 du 5/5/2001 ; et *Directive CE/2002/47 du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière*, JO L 168/43 du 27/6/2002). Seule la Communauté, et non ses Etats membres, a compétence pour conclure des accords internationaux affectant ces instruments. Pour cette raison (et parce que la Communauté européenne n'est pas un Etat à plusieurs unités au sens de la Convention), il est nécessaire d'inclure dans la Convention une disposition permettant à la Communauté européenne (et à toute autre ORIE) de devenir un organisme contractant en lui reconnaissant les droits et obligations d'un Etat contractant (et devenir ainsi une « ORIE contractante »). S'il s'agit de la première apparition d'une telle disposition dans une Convention de La Haye, cet article suit étroitement l'article 48 de la *Convention du Cap de 2001 relative aux garanties internationales portant sur des matériels d'équipement mobiles*[33].

18-2 Eu égard à l'importance de cette question, les ORIE doivent aviser le Dépositaire (c'est-à-dire le Ministère des Affaires Etrangères du Royaume des Pays-Bas) par écrit (voir art. 1(1)(n)), en indiquant les matières régies par la Convention pour lesquelles « ses Etats membres ont délégué leur compétence à cette organisation ». La notification ne doit donc être effectuée que lorsque, du fait de la délégation de compétence, l'ORIE a une compétence exclusive à l'égard des matières indiquées et les Etats membres

[33] Les commentaires de cet article suivent donc étroitement les commentaires officiels de l'art. 48 de la Convention du Cap, voir *La Convention relative aux garanties internationales portant sur des matériels d'équipement mobiles et le protocole y relatif portant sur les questions spécifiques aux matériels d'équipement aéronautiques, Commentaire Officiel du Professeur Sir Roy Goode, CBE, QC*, publié et distribué par l'Institut International pour l'Unification du Droit Privé (UNIDROIT), Rome, septembre 2002, p. 150-152.

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

the Convention (see Art. 18 of the Vienna Convention of 1969 on the Law of Treaties) as long as it is a State signatory to the Convention; the deposit of an instrument of ratification, acceptance, approval or accession constitutes, in each case, an international act whereby a State on the international plane is bound by the treaty (see Art. 2(1)(b) of the Vienna Convention).

17-2 There is no difference in quality or effect between the two methods provided for in this Article. Both methods are available equally to Member States and non-Member States of the Hague Conference on Private International Law. Also, the provision makes no distinction between States that participated in the Diplomatic Conference at which the text of the Convention was adopted and those that did not. This is in contrast to most previous Hague Conventions, which generally provide that only Member States of the Conference can sign and ratify, accept or approve the Convention, whereas non-Member States can only accede to it. Additionally, contrary to most previous Hague Conventions, there is no requirement that an accession be accepted. With a view to offering to the States the broadest possible set of options and flexibility for becoming Contracting States, these differentiations have been eliminated intentionally (following Art. 25 of the *Hague Convention of 22 December 1986 on the Law Applicable to Contracts for the International Sales of Goods*).

17-3 This Article does not impose any time requirement or any other prerequisite for signing, ratifying, accepting, approving or acceding to the Convention. In particular, when a State has signed the Convention, this Article does not impose a time limit for ratification, acceptance or approval; the instrument of ratification, acceptance or approval may even be deposited at the time of signing. The effect of paragraph (3) is that non-signatory States may accede before (as well as after) the Convention enters into force on the international plane under Article 19(1).

17-4 The instruments of ratification, acceptance, approval or accession are deposited with the Depositary of the Convention, that is, the Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of the Netherlands (para. (4)); the Depositary then notifies those indicated in Article 24 of any signature, ratification, acceptance, approval or accession under this Article (see further commentary to Art. 24).

17-5 The Convention's entry into force, both on the international plane and for the particular Contracting State, is governed by Article 19, not by this Article.

17-6 Signature, ratification, acceptance, approval or accession under paragraphs (1)-(3) apply only to States; for Regional Economic Integration Organisations, a corresponding provision is found in Article 18.

Article 18 *Regional Economic Integration Organisations*

1. A Regional Economic Integration Organisation which is constituted by sovereign States and has competence over certain matters governed by this Convention may similarly sign, accept, approve or accede to this Convention. The Regional Economic Integration Organisation shall in that case have the rights and obligations of a Contracting State, to the extent that that Organisation has competence over matters governed by this Convention. Where the number of Contracting States is relevant in this Convention, the Regional Economic Integration Organisation shall not count as a Contracting State in addition to its Member States which are Contracting States.

2. The Regional Economic Integration Organisation shall, at the time of signature, acceptance, approval or accession, notify the Depositary in writing specifying the matters governed by this Convention in respect of which competence has been transferred to that Organisation by its Member States. The Regional Economic Integration Organisation shall promptly notify the Depositary in writing of any changes to the distribution of competence specified in the notice in accordance with this paragraph and any new transfer of competence.

3. Any reference to a "Contracting State" or "Contracting States" in this Convention applies equally to a Regional Economic Integration Organisation where the context so requires.

18-1 This Article enables each Regional Economic Integration Organisation (REIO) constituted by sovereign States (*e.g.*, the European Community) to sign, accept, approve or accede to the Convention (the absence of the term *ratify* is intentional, as only States ratify Conventions), but only to the extent that it has competence over matters covered by the Convention. The European Community, for example, has adopted several legal instruments that deal with matters covered by this Convention (*Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems*, OJ L 166/45 of 11.6.1998; *Directive 2001/24/EC of the European Parliament and of the Council of 4 April 2001 on the reorganisation and winding up of credit institutions*, OJ L 125/15 of 5.5.2001; and *Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements*, OJ L 168/43 of 27.6.2002). Only the Community, and not its Member States, has competence to conclude international agreements that affect those instruments. For this reason (and because the European Community is not a Multi-unit State within the meaning of the Convention), it is necessary to include a provision in the Convention, permitting the European Community (and any other REIO) to become a Contracting body by providing it with the rights and obligations of a Contracting State (thus becoming a "Contracting REIO"). While this is the first appearance of such a provision in a Hague Convention, this Article closely follows Article 48 of the *Cape Town Convention of 2001 on International Interests in Mobile Equipment*.[33]

18-2 In view of the importance of this matter, REIOs are to notify the Depositary (*i.e.*, the Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of the Netherlands) in writing (see Art. 1(1)(n)), specifying the matters covered by the Convention in respect of which "competence has been transferred to that Organisation by its Member States". Thus, the notification should be made only where, as a result of the transfer of competence, the REIO has exclusive competence in relation to the specified matters and

[33] The comments on this Article, therefore, closely follow the official comments on Art. 48 of the Cape Town Convention, see *Convention on International Interests in Mobile Equipment and Protocol Thereto on Matters Specific to Aircraft Equipment, Official Commentary by Professor Sir Roy Goode CBE, QC*, published and distributed by the International Institute for the Unification of Private Law (UNIDROIT), Rome, September 2002, pp. 150-152.

Goode, Kanda and Kreuzer Report

n'ont plus de pouvoir autonome de légiférer à leur égard. La notification doit être effectuée au moment de la signature ou du dépôt de l'instrument d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion. Les ORIE doivent notifier « sans retard » au Dépositaire les modifications éventuellement intervenues dans la délégation de compétence et toutes nouvelles délégations de compétence éventuelles. Ces notifications en vertu de l'article 18(2) ne doivent pas être considérées comme des déclarations relevant de l'article 22 : les notifications en vertu de l'article 18 sont obligatoires, alors que les déclarations en vertu de l'article 22 ne le sont pas.

18-3 Une ORIE contractante a, dans les limites de sa compétence dans ces matières (para. (1) de cet article), les mêmes droits et obligations qu'un Etat contractant. Ainsi, le paragraphe (3) de cet article précise que toute disposition visant un Etat contractant dans la Convention s'appliquera également à une ORIE contractante lorsque le contexte requiert qu'il en soit ainsi. La Convention précise cependant que lorsque le nombre d'Etats contractants est pertinent à la présente Convention, l'ORIE contractante « n'est pas comptée comme Etat contractant en plus de ses Etats membres qui sont des Etats contractants » (para. (1), troisième phrase). Cela est pertinent à l'entrée en vigueur de la Convention au plan international (art. 19(1)), qui impose le dépôt d'instruments de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion par trois *Etats*. Ainsi, le dépôt d'un instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion par une ORIE n'est pas compté aux fins de l'article 19(1).

18-4 L'instrument d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion d'une ORIE doit être déposé auprès du Dépositaire. Cela n'est pas expressément indiqué par la Convention, mais résulte de l'analogie avec l'article 17(4). La raison en est que le terme « également » dans la première phrase du paragraphe (1) suggère que l'article 17(4), qui ne traite que des aspects d'administration du traité, s'applique aussi dans le contexte des ORIE. Il est à noter qu'en vertu de l'article 24, le Dépositaire notifie à tous les membres de la Conférence de la Haye de droit international privé, ainsi qu'à tous les autres Etats et ORIE ayant déjà signé la Convention ou déposé leur instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion, toutes les signatures et tous les dépôts d'instruments d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion par une ORIE en vertu du paragraphe (1) de cet article, et toutes les notifications effectuées en vertu du paragraphe (2) de cet article (voir art. 24(a) et (d)).

Article 19 *Entrée en vigueur*

1. La présente Convention entrera en vigueur le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après le dépôt du troisième instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion prévu par l'article 17.

2. Par la suite, la présente Convention entrera en vigueur :

a) pour chaque Etat ou organisation régionale d'intégration économique au sens de l'article 18 ratifiant, acceptant, approuvant ou y adhérant postérieurement, le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après le dépôt de son instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion ;

b) pour les unités territoriales auxquelles la présente Convention a été étendue conformément à l'article 20(1), le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après la notification de la déclaration visée dans ledit article.

I. Introduction

19-1 L'article 19 traite de deux questions concernant l'entrée en vigueur de la Convention. Il détermine d'abord le moment de l'entrée en vigueur de la Convention au plan international (art. 19(1)). Ensuite, il détermine quand la Convention entre en vigueur pour un Etat particulier (y compris les unités territoriales d'un Etat à plusieurs unités auxquelles la Convention a été rendue applicable) ou une organisation régionale d'intégration économique (ORIE) ayant déposé son instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion. A l'égard de la seconde question, l'article 19 distingue en outre entre les Etats faisant entrer en vigueur la Convention au plan international (art. 19(1)) d'une part, et tout Etat ou ORIE ultérieurs (art. 19(2)), d'autre part.

19-2 Le Dépositaire notifie chaque date d'une entrée en vigueur de la Convention (en vertu de l'art. 19(1) ou (2) : art. 24(b)).

19-3 La simple signature de la Convention sans dépôt d'un instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion ne peut entraîner l'entrée en vigueur de la Convention (en vertu ni de l'art. 19(1) ni de l'art. 19(2)).

II. Entrée en vigueur de la Convention au plan international (art. 19(1))

19-4 La Convention entre en vigueur au plan international le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après le dépôt du troisième instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion par un Etat. Ainsi, par exemple, si le troisième instrument est déposé le 18 juillet, la Convention entre en vigueur le 1er novembre. Cela est vrai même si le 1er novembre est un samedi, un dimanche ou un jour férié. Le dépôt par une ORIE d'un instrument en vertu de l'article 18 n'est pas compté aux fins de l'article 19(1). Seuls les instruments déposés par un Etat sont pris en compte à cet effet.

19-5 La date d'entrée en vigueur de la Convention au plan international a une importance pour le fonctionnement de l'article 16. Cette date marque la limite entre les conventions de compte et comptes de titres antérieurs et postérieurs à la Convention. C'est également la date du début de la « période intercalaire » (pertinente en cas de déclaration en vertu de l'art. 16(2)). L'entrée en vigueur de la Convention au plan international étant fondée sur la date des dépôts auprès du Dépositaire, le lieu de situation du Dépositaire détermine le fuseau horaire pertinent.

III. Entrée en vigueur de la Convention pour un Etat, une organisation régionale d'intégration économique ou une unité territoriale

A. *Pour les Etats faisant entrer la Convention en vigueur (art. 19(1))*

19-6 Pour les trois Etats faisant entrer la Convention en vigueur au plan international, la Convention entre en vigueur le même jour. Ce résultat n'est pas expressément indiqué à l'article 19 car il est évident : il serait inconcevable que la Convention entre en vigueur au plan international sans être en vigueur pour les Etats l'ayant fait entrer en vigueur.

Member States no longer have independent authority to legislate concerning them. The notification has to be made at the time of signature or of the deposit of the instrument of acceptance, approval or accession; REIOs must "promptly" notify the Depositary of all changes, if any, to the distribution of competence and all new transfers, if any, of competence. These notifications under Article 18(2) are *not* to be considered as declarations covered by Article 22: Notifications under Article 18 are compulsory, whereas declarations under Article 22 are not.

18-3 A Contracting REIO has, within the limits of its competence in these matters (para. (1) of this Article), the same rights and duties as a Contracting State. Thus, paragraph (3) of this Article provides that any provisions concerning a Contracting State in the Convention apply equally to a Contracting REIO where the context so requires. The Convention, however, specifies that where the number of Contracting States is relevant in this Convention, the Contracting REIO shall not count as a Contracting State in addition to its Member States which are Contracting States" (para. (1), third sentence). This is relevant for the Convention's entry into force on the international plane (Art. 19(1)), which requires the deposit of instruments of ratification, acceptance, approval or accession by three *States*. Thus, the deposit of an instrument of acceptance, approval or accession by an REIO does not count for the purpose of Article 19(1).

18-4 The instrument of acceptance, approval or accession by an REIO shall be deposited with the Depositary. This is not expressly stated in the Convention, but follows by analogy from Article 17(4); this is because the word "similarly" in the first sentence of paragraph (1) suggests that Article 17(4), which only deals with treaty-administering aspects, also applies in the context of REIOs. Note that under Article 24 the Depositary notifies all Members of the Hague Conference on Private International Law, as well as all other States and REIOs which have already signed the Convention or deposited their instrument(s) of ratification, acceptance, approval or accession, of all signatures and all deposits of instruments of acceptance, approval or accession of an REIO under paragraph (1) of this Article, and of all notifications made under paragraph (2) of this Article (see Arts. 24(a) and (d)).

Article 19 *Entry into force*

1. This Convention shall enter into force on the first day of the month following the expiration of three months after the deposit of the third instrument of ratification, acceptance, approval or accession referred to in Article 17.

2. Thereafter this Convention shall enter into force –

a) for each State or Regional Economic Integration Organisation referred to in Article 18 subsequently ratifying, accepting, approving or acceding to it, on the first day of the month following the expiration of three months after the deposit of its instrument of ratification, acceptance, approval or accession;

b) for a territorial unit to which this Convention has been extended in accordance with Article 20(1), on the first day of the month following the expiration of three months after the notification of the declaration referred to in that Article.

I. Introduction

19-1 Article 19 addresses two matters relating to the entry into force of the Convention. First, it determines when the Convention enters into force on the international plane (Art. 19(1)). Secondly, it determines when the Convention enters into force for a particular State (including territorial units (of a Multi-unit State) to which the Convention has been extended) or a Regional Economic Integration Organisation (REIO) that has deposited its instrument of ratification, acceptance, approval or accession. With respect to this second matter, Article 19 further distinguishes between the States that bring the Convention into force on the international plane (Art. 19(1)), on the one hand, and any subsequent State or any REIO (Art. 19(2)) on the other.

19-2 The Depositary notifies of each date of an entry into force of the Convention (under either Art. 19(1) or (2); Art. 24(b)).

19-3 The mere signing of the Convention without the deposit of an instrument of ratification, acceptance, or approval cannot lead to the Convention's entry into force (neither under Art. 19(1) nor (2)).

II. Entry into force of the Convention on the international plane (Art. 19(1))

19-4 The Convention enters into force on the international plane on the first day of the month following the expiration of three months after the deposit of the third instrument of ratification, acceptance, approval or accession by a State. Thus, if, for example, the third instrument is deposited on July 18th, the Convention enters into force on November 1st. This is true even if November 1st is a Saturday, Sunday or holiday. The deposit of an instrument by a REIO under Article 18 does not count under Article 19(1); only instruments deposited by a State are taken into account for this purpose.

19-5 The date of entry into force of the Convention on the international plane has significance for the operation of Article 16. That date is the dividing line between pre- and post-Convention account agreements and securities accounts; also it is the start-date of the "Gap-Period" (relevant in the event of a declaration under Art. 16(2)). Because the Convention's entry into force on the international plane is based on the date of deposits with the Depositary, the location of the Depositary determines the relevant time zone.

III. Entry into force of the Convention for a State, Regional Economic Integration Organisation or a territorial unit

A. *For the States that bring the Convention into force (Art. 19(1))*

19-6 For the three States that bring the Convention into force on the international plane, the Convention enters into force on the same day. This result is not expressly stated in Article 19 because it is self-evident; it would be contrary to established treaty practice for the Convention to enter into force on the international plane, but not to be in force for the States that made it enter into force.

19-7 A quel moment la Convention entre-t-elle en vigueur pour une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités qui est l'un des trois premiers Etats ? A la même date que pour son entrée en vigueur à l'égard de l'Etat lui-même. Selon le cas, on parvient à ce résultat par l'un des deux cheminements. En vertu de l'article 20(3), si un Etat n'effectue pas de déclaration en vertu de l'article 20(1), la Convention s'applique selon ses termes à l'ensemble des unités territoriales de cet Etat. En revanche, en vertu de l'article 22(d), si un Etat à plusieurs unités fait une déclaration en vertu de l'article 20(1) (qui rend la Convention applicable à une ou plusieurs de ses unités territoriales et ne peut être faite qu'au moment de la signature de la Convention ou au moment du dépôt de l'instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion), cette déclaration produit ses effets simultanément à l'entrée en vigueur de la Convention pour l'Etat concerné.

B. *Pour les Etats suivants et pour les ORIE (art. 19(2))*

19-8 L'article 19(2) traite de l'entrée en vigueur pour le quatrième Etat et les suivants et pour les ORIE. Pour ceux-ci, la Convention entre en vigueur le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après le dépôt de leur instrument respectif (art. 19(2)(a)). Le mot « postérieurement » à l'article 19(2)(a) ne vise pas le temps suivant l'entrée en vigueur de la Convention au plan international, mais plutôt le temps suivant le dépôt du troisième instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion. Le dépôt du quatrième instrument pourrait même avoir lieu le même jour que le dépôt du troisième. Dans ce cas, la Convention entrerait en vigueur le même jour pour les trois premiers Etats et pour le quatrième déposant.

19-9 A quel moment la Convention entre-t-elle en vigueur pour une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités qui n'est pas l'un des trois premiers Etats déposants ? A la même date que pour son entrée en vigueur à l'égard de l'Etat lui-même. Selon le cas, on parvient à ce résultat par l'un des deux cheminements. En vertu de l'article 20(3), si un Etat ne fait pas de déclaration en vertu de l'article 20(1), la Convention s'applique selon ses termes à l'ensemble des unités territoriales de cet Etat (la même règle que pour les trois premiers Etats déposants). En revanche, si un Etat à plusieurs unités fait une déclaration en vertu de l'article 20(1), ce résultat est produit par l'article 19(2)(b) si la déclaration est notifiée concomitamment au dépôt de l'instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion. Il est donc fortement recommandé à un Etat à plusieurs unités souhaitant faire une déclaration d'extension de notifier cette déclaration concomitamment au dépôt de son instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion.

Article 20 *Etats à plusieurs unités*

1. Un Etat à plusieurs unités peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration ayant pour effet que la présente Convention s'appliquera à toutes ses unités territoriales ou uniquement à l'une ou à plusieurs d'entre elles.

2. Ces déclarations devront indiquer expressément les unités territoriales auxquelles la présente Convention s'applique.

3. Si un Etat ne fait pas de déclaration en vertu du paragraphe (1), la présente Convention s'appliquera à l'ensemble du territoire de cet Etat.

20-1 L'article 20 prévoit ce qui est parfois qualifié, avec une certaine imprécision, de clause d'extension pour Etats fédéraux. Il est cependant applicable à tous les Etats à plusieurs unités selon la définition figurant à l'article 1(1)(m) et n'est pas limité à ceux fondés sur une relation « fédérale ». C'est une clause qui figure couramment dans les Conventions (de La Haye) modernes. L'article 20 dispose qu'un Etat à plusieurs unités peut déclarer, au moment de la signature ou au moment du dépôt de son instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion, que la Convention s'appliquera à toutes ses unités territoriales ou uniquement à l'une ou plusieurs d'entre elles (art. 20(1)). S'il ne fait pas de déclaration, la Convention s'applique à toutes les unités territoriales.

20-2 Une déclaration effectuée en vertu de l'article 20(1) peut être modifiée à tout moment en présentant une nouvelle déclaration en vertu de l'article 22(b), ou retirée à tout moment en vertu de l'article 22(c). Si la déclaration est retirée, la Convention s'appliquera à toutes les unités territoriales de cet Etat à plusieurs unités. En pareil cas, la Convention entre en vigueur pour les unités territoriales où elle n'était pas précédemment en vigueur, six mois après la date à laquelle le Dépositaire a fait la déclaration en vertu de l'article 24 (voir l'art. 22(e)). Cependant, si la déclaration est modifiée par la présentation d'une nouvelle déclaration rendant la Convention applicable à une ou plusieurs nouvelles unités territoriales, la Convention entre en vigueur pour celle(s)-ci le premier jour du mois suivant l'expiration d'un délai de trois mois après la date à laquelle le Dépositaire a effectué la notification conformément à l'article 24 (voir l'art. 22(d), seconde disposition). Dans les deux cas, la date d'entrée en vigueur de la Convention pour les unités territoriales où la Convention est déjà en vigueur ne change pas.

20-3 Si la loi désignée par la Convention (que ce soit en vertu de l'art. 4 ou de l'art. 5) est la loi d'une unité territoriale à laquelle la Convention ne s'applique pas, la loi de cette unité territoriale peut néanmoins être appliquée. Ce résultat est obtenu par analogie avec l'article 9, qui dispose que la Convention est d'applicabilité générale et s'applique donc que la loi applicable soit ou non celle d'un Etat contractant.

Artcile 21 *Réserves*

Aucune réserve à la présente Convention n'est admise.

21-1 Comme la plupart des autres Conventions de La Haye, la Convention ne permet pas de réserve. Une réserve est un acte unilatéral par lequel un Etat entend exclure ou modifier l'effet juridique d'une disposition particulière d'un traité dans son application à cet Etat (voir art. 2(1)(d) de la Convention de Vienne sur le droit des traités). En droit public international moderne, sauf autorisation expresse du traité, une réserve ne lie pas les autres Etats à moins qu'ils ne l'acceptent (art. 20 de la Convention de Vienne sur le droit des traités). Les Conventions de La Haye sont traditionnellement hostiles aux réserves. Seules quelques Conventions de La Haye permettent certaines réserves expressément mentionnées. Dans le cas de la Convention Titres, aucun Etat membre n'a exprimé le besoin d'une réserve particulière. De ce fait, aucune clause de réserve n'a été intégrée à la Convention et aucune réserve n'est donc autorisée.

21-2 La Convention prévoit bien certaines déclarations (art. 22), celles-ci ne doivent pas être considérées comme des réserves. Ces déclarations impliquent des ajustements dans les limites des dispositions de la Convention elle-même et s'appliquent seulement à l'égard du territoire de l'Etat ayant fait la déclaration.

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

19-7 When does the Convention enter into force for a territorial unit of a Multi-unit State that is among the first three States? On the same date as it enters into force for the State itself. Depending on the facts, this result is reached by either of two paths. Under Article 20(3), if a State makes no declaration under Article 20(1), the Convention by its terms extends to all the territorial units of that State. On the other hand, under Article 22(d), if a Multi-unit State makes a declaration under Article 20(1) (which extends the Convention to one or more of its territorial units and which may be made only at the time of signature of the Convention or at the time of the deposit of the instrument of ratification, acceptance, approval or accession), that declaration takes effect simultaneously with the entry into force of the Convention for the State concerned.

B. *For subsequent States and for REIOs (Art. 19(2))*

19-8 Article 19(2) addresses the entry into force for the fourth and following States and for REIOs. For these, the Convention enters into force on the first day of the month following the expiration of three months after the deposit of their respective instrument (Art. 19(2)(a)). The word "subsequently" in Article 19(2)(a) does not refer to the time following the entry into force of the Convention on the international plane, but rather to the time following the deposit of the third instrument of ratification, acceptance, approval or accession. The deposit of the fourth instrument might even occur on the same day as the deposit of the third, and in that event the Convention would enter into force for the first three States and the fourth depositor on the same day.

19-9 When does the Convention enter into force for a territorial unit of a Multi-unit State that is not among the first three depositing States? On the same date as it enters into force for the State itself. Depending on the facts, this result is reached by either of two paths. Under Article 20(3), if a State makes no declaration under Article 20(1), the Convention by its terms extends to all the territorial units of that State (the same rule as for the first three depositing States). On the other hand, if a Multi-unit State makes a declaration under Article 20(1), this result is reached by Article 19(2)(b) if the declaration is notified concurrently with the deposit of the instrument of ratification, acceptance, approval or accession. It is therefore highly advisable for a Multi-unit State that wishes to make an extension declaration to notify that declaration concurrently with the deposit of its instrument of ratification, acceptance, approval or accession.

Article 20 *Multi-unit States*

1. A Multi-unit State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that this Convention shall extend to all its territorial units or only to one or more of them.

2. Any such declaration shall state expressly the territorial units to which this Convention applies.

3. If a State makes no declaration under paragraph (1), this Convention extends to all territorial units of that State.

20-1 Article 20 provides what is sometimes loosely referred to as a federal State extension clause. It is applicable, however, to all Multi-unit States as defined in Art. 1(1)(m) and is not limited to those based on a "federal" relationship. It is a clause typically found in modern (Hague) Conventions. It provides that a Multi-unit State may declare, at the time of signature or at the time of depositing its instrument of ratification, acceptance, approval or accession, that the Convention shall extend to all its territorial units or only to one or more of them (Art. 20(1)). If it does not make a declaration, the Convention applies to all the territorial units.

20-2 A declaration made under Article 20(1) can be amended at any time by submitting a new declaration under Article 22(b) or can be withdrawn at any time under Article 22(c). If the declaration is withdrawn, the Convention will extend to all territorial units of that Multi-unit State; in such a case, the Convention enters into force for the territorial units in which the Convention had not been in force previously, six months after the date on which the Depositary made the notification under Article 24 (see Art. 22(e)). If, however, the declaration is amended by submitting a new declaration that extends the Convention to one or more additional territorial units, the Convention enters into force for these additional territorial unit(s) on the first day of the month following the expiration of three months after the date on which the Depositary made the notification in accordance with Article 24 (see Art. 22(d), second provision). In both cases, the date of entry into force of the Convention for the territorial units in which the Convention had already been in force does not change.

20-3 If the law determined by the Convention (whether under Art. 4 or 5) is the law of a territorial unit to which the Convention has not been extended, the law of that territorial unit may nonetheless be applied. This result is reached by analogy with Article 9, which states that the Convention is of general applicability and hence will apply whether or not the applicable law is that of a Contracting State.

Article 21 *Reservations*

No reservation to this Convention shall be permitted.

21-1 Like most other Hague Conventions, the Convention does not allow for any reservation. A reservation is a unilateral act by which a State purports to exclude or modify the legal effect of a particular provision of a treaty in its application to that State (see Art. 2(1)(d) of the Vienna Convention on the Law of Treaties). Under modern public international law, unless expressly authorised by the Treaty, a reservation is not binding on other States unless they accept it (Art. 20 of the Vienna Convention on the Law of Treaties). Hague Conventions are traditionally hostile to reservations; only a few Hague Conventions allow for some expressly specified reservations. In the case of the Securities Convention, no Member State voiced the need for a specific reservation. As a result, no reservation clause was embodied in the Convention and thus no reservation is permitted.

21-2 The Convention does allow for certain declarations (Art. 22); these are not to be regarded as reservations. These declarations involve adjustments within the limit of the terms permitted by the Convention itself and apply only with respect to the territory of the State making the declaration.

***Article 22** Déclarations*

Aux fins des articles 1(5), 12(3) et (4), 16(2) et (3), et 20 :

a) toute déclaration doit être notifiée par écrit au Dépositaire ;

b) tout Etat contractant peut à tout moment modifier une déclaration en faisant une nouvelle déclaration ;

c) tout Etat contractant peut retirer une déclaration à tout moment ;

d) toute déclaration faite au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion prend effet simultanément avec l'entrée en vigueur de la présente Convention pour l'Etat concerné ; toute déclaration faite à un moment ultérieur et toute nouvelle déclaration prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'un délai de trois mois après la date de la notification faite par le Dépositaire conformément à l'article 24 ;

e) un retrait d'une déclaration prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'un délai de six mois après la date de la notification faite par le Dépositaire conformément à l'article 24.

22-1 L'article 22 prévoit les règles techniques et administratives régissant la manière dont les déclarations autorisées par la Convention peuvent être faites, modifiées et retirées, et le moment où elles commencent à produire leurs effets. Cette disposition vise et s'applique à toutes les six possibilités de déclaration prévues par la Convention (voir les art. 1(5), 12(3) et (4), 16(2) et (3), et 20).

22-2 L'article 22(a) dispose que les déclarations doivent être notifiées par écrit au Dépositaire (voir le para. 24-1). Selon la définition d'un « écrit » à l'article 1(1)(n), une déclaration peut être envoyée au Dépositaire sous forme électronique, à condition que cette déclaration puisse être reproduite ultérieurement sur un support matériel. Travaillant conjointement avec le Dépositaire, le Bureau Permanent de la Conférence de La Haye avisera en temps utile sur le site Internet de la HCCH, des déclarations faites en vertu de l'article 22.

22-3 En vertu de l'article 22(b), une déclaration ne peut pas être modifiée en amendant la version existante de la déclaration, mais plutôt en présentant une nouvelle déclaration. Cela peut être fait à tout moment. Cette méthodologie facilite l'accès à des informations tenues à jour, car quiconque souhaite vérifier la teneur actuelle d'une déclaration pourra le faire en consultant et en se fiant à un enregistrement unique complet et autonome (et ne sera donc pas obligé d'assembler une déclaration originale et une ou plusieurs modifications).

22-4 L'article 22(c) indique qu'une déclaration peut être retirée à tout moment. Cela peut être réalisé en soumettant une nouvelle déclaration indiquant le retrait. Le retrait d'une déclaration prend effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'un délai de six mois après la date à laquelle le Dépositaire a effectué la notification conformément à l'article 24. Ce délai plus long tient compte du fait que les retraits pourront nécessiter un délai d'adaptation plus long pour le marché.

22-5 L'article 22(d) traite de la question du moment où une déclaration produit ses effets. L'article 22(d) distingue deux situations, selon le moment où la déclaration est effectuée. Si une déclaration est faite au moment de la signature, ou au moment du dépôt d'un instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion (il peut s'agir d'une déclaration en vertu des art. 1(5), 12(3), 12(4), 16(2), 16(3), ou 20), elle produira ses effets simultanément à l'entrée en vigueur de la Convention pour l'Etat concerné (que ce soit en vertu de l'art. 19(1) ou (2)). Cependant, si une déclaration est faite par la suite (il pourra s'agir d'une déclaration originale en vertu de l'art. 1(5) ou 12(4), ou d'une nouvelle déclaration modifiant une déclaration antérieure), elle produira ses effets le premier jour du mois suivant l'expiration d'un délai de trois mois après la date à laquelle le Dépositaire effectue la notification en vertu de l'article 24 (voir le commentaire de l'art. 24). C'est là une légère dérogation aux pratiques existantes, car dans les Conventions de La Haye, le délai menant à la date à laquelle une déclaration produit ses effets court généralement à partir du moment où le Dépositaire reçoit la notification de l'Etat faisant la déclaration. Dans la présente Convention, toutefois, il a semblé plus opportun que le délai commence à courir lorsque la notification a été diffusée par le Dépositaire. Ce changement de système a été introduit afin d'assurer que le marché dispose du temps nécessaire pour s'adapter aux effets d'une déclaration.

***Article 23** Dénonciation*

1. Tout Etat contractant pourra dénoncer la présente Convention par une notification par écrit au Dépositaire. La dénonciation pourra se limiter à certaines unités territoriales d'un Etat à plusieurs unités auxquelles s'applique la Convention.

2. La dénonciation prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de douze mois après la date de réception de la notification par le Dépositaire. Lorsqu'une période plus longue pour la prise d'effet de la dénonciation est spécifiée dans la notification, la dénonciation prendra effet à l'expiration de la période en question après la date de réception de la notification par le Dépositaire.

23-1 La durée de la Convention est illimitée et ne peut donc prendre fin qu'au moyen d'une dénonciation. L'article 23 autorise un Etat contractant à se retirer de la Convention pour lui-même ou toute unité territoriale le composant au moyen d'une notification écrite au Dépositaire. Une telle dénonciation produira ses effets soit le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de douze mois après la date de réception de la notification par le Dépositaire, soit, si la notification indique un délai plus long, à l'expiration de cette période plus longue après la date de réception de la notification par le Dépositaire.

23-2 Le Dépositaire notifie à tous les Membres de la Conférence de la Haye de droit international privé, ainsi qu'à tout autre Etat ou ORIE ayant déjà signé, ratifié, accepté ou approuvé la Convention ou y ayant adhéré, la date de toute dénonciation effectuée en vertu de l'article 23 (voir art. 24(e)).

***Article 24** Notifications par le Dépositaire*

Le Dépositaire notifiera aux Membres de la Conférence de La Haye de droit international privé, ainsi qu'aux autres Etats et aux organisations régionales d'intégration économique qui ont signé, ratifié, accepté, approuvé ou adhéré conformément aux articles 17 et 18, les renseignements suivants :

a) les signatures et ratifications, acceptations, approbations et adhésions prévues aux articles 17 et 18 ;

b) la date d'entrée en vigueur de la présente Convention conformément à l'article 19 ;

c) les déclarations et retraits des déclarations prévues à l'article 22 ;

d) les notifications prévues à l'article 18(2) ;

e) les dénonciations prévues à l'article 23.

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

Article 22 Declarations

For the purposes of Articles 1(5), 12(3) and (4), 16(2) and (3) and 20 –

a) any declaration shall be notified in writing to the Depositary;

b) any Contracting State may modify a declaration by submitting a new declaration at any time;

c) any Contracting State may withdraw a declaration at any time;

d) any declaration made at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession shall take effect simultaneously with the entry into force of this Convention for the State concerned; any declaration made at a subsequent time and any new declaration shall take effect on the first day of the month following the expiration of three months after the date on which the Depositary made the notification in accordance with Article 24;

e) a withdrawal of a declaration shall take effect on the first day of the month following the expiration of six months after the date on which the Depositary made the notification in accordance with Article 24.

22-1 Article 22 provides the technical and administrative rules governing the manner in which the declarations permitted under the Convention may be made, modified and withdrawn, and when they become effective. This provision refers and applies to all six possibilities for declaration provided under the Convention (see Arts. 1(5), 12(3) and (4), 16(2) and (3), and 20).

22-2 Article 22(a) provides that declarations shall be notified in writing to the Depositary (see para. 24-1). Under the definition in Article 1(1)(n) of the term "writing", a declaration may be sent to the Depositary in electronic form, provided that the declaration is capable of being reproduced in tangible form on a subsequent occasion. Working in conjunction with the Depositary, the Permanent Bureau of the Hague Conference will provide timely notice on the HCCH's website of the declarations made in conformity with Article 22.

22-3 Pursuant to Article 22(b), a declaration may not be modified by amending the existing version of the declaration, but rather by submitting a new declaration. This may be done at any time. This methodology facilitates access to updated information, as anyone wishing to ascertain the current content of a declaration will be able to do so by consulting and relying on one complete, free-standing record (thus not having to piece together an original declaration and one or more amendments).

22-4 Article 22(c) states that a declaration may be withdrawn at any time. This is done by submitting a new declaration stating the withdrawal. The withdrawal of a declaration takes effect on the first day of the month following the expiration of six months after the date on which the Depositary made the notification in accordance with Article 24. This longer period takes into account that withdrawals may require a longer period of adjustment for the marketplace.

22-5 Article 22(d) addresses the question as to when a declaration shall take effect. Article 22(d) distinguishes two situations, based on when a declaration is made. If a declaration is made at the time of signature, or at the time of depositing an instrument of ratification, acceptance, approval or accession (this may be a declaration under Arts. 1(5), 12(3), 12(4), 16(2), 16(3), or 20), it will take effect simultaneously with the entry into force of the Convention (whether under Art. 19(1) or (2)) for the State concerned. If, however, a declaration is made at a subsequent time (this may be an original declaration under Art. 1(5) or 12(4) or a new declaration amending an earlier declaration), it will take effect on the first day of the month following the expiration of three months after the date on which the Depositary makes the notification pursuant to Article 24 (see commentary to Art. 24). This is a slight departure from existing practice, as generally in Hague Conventions, the period leading to the date when a declaration takes effect starts running when the Depository receives the notification from the State making the declaration. In this Convention, however, it seemed more appropriate to let the time period begin to run once the notification has been sent out by the Depositary. This change in system approach was introduced to ensure that the marketplace has the necessary time to adjust to the effects of a declaration.

Article 23 Denunciation

1. A Contracting State may denounce this Convention by a notification in writing to the Depositary. The denunciation may be limited to certain territorial units of a Multi-unit State to which this Convention applies.

2. The denunciation shall take effect on the first day of the month following the expiration of twelve months after the date on which the notification is received by the Depositary. Where a longer period for the denunciation to take effect is specified in the notification, the denunciationshall take effect upon the expiration of such longer period after the date on which the notification is received by the Depositary.

23-1 The duration of the Convention is unlimited and thus can come to an end only by means of a denunciation. Article 23 permits a Contracting State to withdraw from the Convention for itself or any of its territorial units by notification in writing to the Depositary. Such a denunciation will become effective either on the first day of the month following the expiration of twelve months after the date on which the notification was received by the Depositary, or, if the notification specifies a longer period, upon the expiration of that longer period after the date on which the notification was received by the Depositary.

23-2 The Depositary notifies all Members of the Hague Conference on Private International Law, as well as any other State or REIO which has already signed, ratified, accepted, approved or acceded to the Convention, of the date of any denunciation made under Article 23 (see Art. 24(e)).

Article 24 Notifications by the Depositary

The Depositary shall notify the Members of the Hague Conference on Private International Law, and other States and Regional Economic Integration Organisations which have signed, ratified, accepted, approved or acceded in accordance with Articles 17 and 18, of the following –

a) the signatures and ratifications, acceptances, approvals and accessions referred to in Articles 17 and 18;

b) the date on which this Convention enters into force in accordance with Article 19;

c) the declarations and withdrawals of declarations referred to in Article 22;

d) the notifications referred to in Article 18(2);

e) the denunciation referred to in Article 23.

24-1 Cette disposition traditionnelle énumère les responsabilités du Dépositaire de la Convention, c'est-à-dire du Ministère des Affaires Etrangères du Royaume des Pays-Bas. Ces responsabilités ont déjà été mentionnées dans les observations correspondant aux dispositions pertinentes.

24-2 Outre les responsabilités expressément énumérées à l'article 24, le Dépositaire exercera également les autres fonctions habituelles des dépositaires de conventions. Elles comprennent la garde du texte original de la Convention et des instruments de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion, et des déclarations ; la réception des signatures de la Convention ; l'examen de chaque signature et de chaque instrument pour s'assurer de leur conformité aux exigences de forme ; et l'enregistrement de la Convention auprès du Secrétariat des Nations Unies lors de son entrée en vigueur (art. 77(1) de la Convention de Vienne de 1969 sur le droit des traités). Le Dépositaire de la Convention est également à même de fournir des indications sur des questions telles que les normes qu'il applique pour déterminer l'acceptabilité d'instruments et la présentation des déclarations devant être déposées auprès de lui.

24-1 This traditional provision lists the responsibilities of the Treaty Depositary, that is, the Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of the Netherlands. These responsibilities have already been referred to in the comments on the relevant provisions.

24-2 In addition to the responsibilities expressly listed in Article 24, the Treaty Depositary will also perform such other functions as are customary for treaty depositaries. These include keeping custody of the original text of the Convention and of instruments of ratification, acceptance, approval or accession, and declarations; receiving signatures of the Convention; examining each signature and each instrument to ensure that it is in the proper form; and registering the Convention with the Secretariat of the United Nations upon its coming into force (Art. 77(1) of the Vienna Convention of 1969 on the Law of Treaties). The Treaty Depositary is also in a position to give guidance on such matters as the standards it employs to determine the acceptability of instruments and the format of declarations to be deposited with it.

ANNEXE 1

CHRONOLOGIE DES NÉGOCIATIONS MENANT À LA CONVENTION DE LA HAYE SUR LES TITRES

Tous les documents mentionnés sont disponibles sur le site Internet de la Conférence de La Haye de droit international privé (à l'adresse www.hcch.net).

- Mai 2000 : l'Australie, le Royaume-Uni et les Etats-Unis d'Amérique proposent la mise au point par la HCCH, dans le cadre d'une procédure accélérée, d'une Convention sur la loi applicable aux transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire. Les Etats membres acceptent et recommandent que la Conférence engage les travaux préliminaires pour un tel instrument.

- Novembre 2000 : le Bureau Permanent présente un Rapport de synthèse, analysant les diverses questions devant être traitées par la future Convention[1].

- Janvier 2001 : une réunion d'experts se tient à La Haye afin d'examiner la possibilité de préparer la Convention au moyen d'une procédure accélérée. Participent à la réunion 119 experts provenant de 29 Etats membres différents et 17 organisations internationales. La réunion produit un premier avant-projet de dispositions-clés de la future Convention[2].

- Mai 2001 : réunion du Comité de rédaction à Paris.

- Juin 2001 : la HCCH tient la première partie de sa Dix-neuvième Session diplomatique. Entre autres, les Etats membres avalisent officiellement le projet concernant les titres détenus auprès d'un intermédiaire, y compris la procédure accélérée. Il est décidé de réunir une Commission spéciale en janvier 2002.

- Juillet 2001 : sur la base des observations recueillies et des travaux du Comité de rédaction à Paris en mai 2001, le Bureau Permanent diffuse un nouveau projet annoté de dispositions-clés d'une future Convention sur ce sujet (projet annoté de juillet 2001[3]) ; les Etats membres et intéressés sont invités à présenter leurs observations avant le 1er octobre 2001[4].

- Octobre 2001 : le Comité de rédaction se réunit à Oxford pour préparer une nouvelle version intermédiaire des dispositions-clés, tenant compte des nombreuses observations reçues au sujet du projet annoté de juillet 2001. Ce texte (le projet de novembre 2001[5]) est envoyé pour recueillir les observations de tous les Etats membres, observateurs et intéressés.

- Novembre 2001 : le Bureau Permanent diffuse un mémorandum concernant les clauses fédérales avec de nouvelles propositions de dispositions à inclure dans la future Convention[6].

- Novembre / décembre 2001 : le Bureau Permanent tient une première série de 8 Ateliers de Discussion Régionaux (à Stockholm, Toronto, New York, Paris, Milan, Francfort, Hong Kong et Rio de Janeiro) pour discuter et évaluer avec des représentants des Etats, experts en droit et intervenants sur les marchés financiers le projet de novembre 2001.

- Décembre 2001 : le Comité de rédaction se réunit à Bruxelles pour réfléchir sur les diverses observations présentées au sujet du projet de novembre 2001 et préparer un nouvel avant-projet de dispositions-clés d'une future Convention[7].

- Janvier 2002 : une Commission spéciale se réunit pour finaliser un nouveau projet complet de Convention. Ce texte (l'avant-projet de janvier 2002[8]) est envoyé à tous les Etats membres, observateurs et tout intéressé pour recueillir des observations[9].

- Mars 2002 : le Comité de rédaction se réunit à Francfort pour réfléchir sur les diverses observations présentées au sujet de l'avant-projet de janvier 2002 et préparer un nouveau projet de dispositions-clés (l'avant-projet d'avril 2002[10]). Ce texte est envoyé à tous les Etats membres, observateurs et tout intéressé pour recueillir des observations[11].

- Avril 2002 : le Bureau Permanent présente une note explicative sur l'application de la future Convention à l'égard des Etats à plusieurs unités[12].

- Avril 2002 : la HCCH se réunit en Commission I sur les affaires générales et la politique de la Conférence lors de la Dix-neuvième Session diplomatique. Les délégués félicitent à l'unanimité le projet pour les progrès réalisés à ce jour et la souplesse des méthodes de travail adoptées. Il est décidé de finaliser la Convention sur la base des méthodes de travail utilisées jusqu'alors et si possible, de tenir une Session diplomatique avant la fin 2002[13].

- Mai 2002 : le Bureau Permanent présente une Note explicative sur le fonctionnement des règles de conflit de lois de la Convention à l'égard des transferts impliquant plusieurs intermédiaires[14].

---

[1] C. Bernasconi, « La loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte », Doc. prél. No 1 de novembre 2000, à l'intention du Groupe de travail de janvier 2001.

[2] Pour un résumé des conclusions de cette réunion, voir « Rapport sur la réunion du Groupe de travail d'Experts (du 15 au 19 janvier 2001) et les travaux informels menés par le Bureau Permanent sur la loi applicable aux dispositions de titres détenus auprès d'un intermédiaire » (ce document a également été présenté comme Doc. prél. No 13 de juin 2001 à l'intention de la Dix-neuvième Session de la Conférence de La Haye).

[3] « Proposition de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable aux droits réels portant sur des titres intermédiés, Propositions de nouvel amendement au texte contenu dans le Document de travail No 16 de la réunion d'experts de janvier 2001 », soumis par le Bureau Permanent, Doc. prél. No 3 de juillet 2001 à l'intention de la Commission spéciale de janvier 2002.

[4] Voir le « Tableau résumant les commentaires reçus sur le projet annoté de juillet 2001 », préparé par le Bureau permanent, Doc. prél. No 5 de novembre 2001 à l'intention de la Commission spéciale de janvier 2002.

[5] « Proposition de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, Propositions de nouvel amendement au texte contenu dans le Document préliminaire No 3 de juillet 2001 (projet annoté de juillet 2001) », soumis par le Bureau Permanent, Doc. prél. No 6 de novembre 2001 à l'intention de la Commission spéciale de janvier 2002.

[6] « Mémorandum concernant les clauses fédérales avec de nouvelles propositions de dispositions pour une future Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, Doc. prél. No 4 de novembre 2001 », soumis par le Bureau Permanent.

[7] « Proposition de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Propositions de nouvel amendement au texte contenu dans le Doc. prél. No 6 (projet de novembre 2001) », soumis par le Bureau Permanent, Doc. prél. No 7 de décembre 2001 à l'intention de la Commission spéciale de janvier 2002.

[8] « Avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, tel qu'adopté par la Commission spéciale le 17 janvier 2002 (version provisoire) », Doc. prél. No 8 de février 2002, soumis par le Bureau Permanent.

[9] « Tableau résumant les observations reçues sur la version provisoire de l'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire tel qu'adopté par la Commission spéciale le 17 janvier 2002 (Doc. prél. No 8) », Doc. prél. No 9 de mars 2002, soumis par le Bureau Permanent.

[10] « Avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, Propositions d'amendement à la version provisoire adoptée par la Commission spéciale le 17 janvier 2002 », Doc. prél. No 10 d'avril 2002, soumis par le Bureau Permanent.

[11] Voir le « Tableau résumant les observations reçues sur l'avant-projet d'avril 2002 d'une Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (Doc. prél. No 10) », Doc. prél. No 14 de mai 2002, soumis par le Bureau Permanent.

[12] « Note explicative portant sur l'article 9 de l'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (« avant-projet d'avril 2002 » figurant dans le Document préliminaire No 10) », Doc. prél. No 11 d'avril 2002, soumis par le Bureau Permanent.

[13] Voir les « Conclusions de la Commission I (affaires générales et politiques de la Conférence) de la XIXe Session Diplomatique – Avril 2002 ».

[14] « Les transferts impliquant plusieurs intermédiaires : Une Note explicative

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

APPENDIX 1

CHRONOLOGY OF THE NEGOTIATIONS LEADING TO THE HAGUE SECURITIES CONVENTION

All the documents referred to are available on the website of the Hague Conference on Private International Law (under www.hcch.net)

• May 2000: Australia, the United Kingdom and the United States of America suggest that the HCCH develop, in a fast track procedure, a Convention on the law applicable to the dispositions of securities held with an intermediary; the Member States agree and recommend that the Conference start the preliminary work on such an instrument;

• November 2000: the Permanent Bureau issues a comprehensive Report, analysing the various issues to be addressed by the future Convention;[1]

• January 2001: an experts' meeting is held at The Hague to examine the possibility of preparing the Convention on a fast track procedure; the meeting is attended by 119 experts from 29 different Member States and 17 international organisations; the meeting produces a first tentative draft of key provisions of the future Convention;[2]

• May 2001: Drafting Committee meets in Paris

• June 2001: the HCCH holds the first part of its Nineteenth Diplomatic Session; among other things, the Members States officially endorse the project relating to securities held with an intermediary, including the fast-track procedure; it is decided to hold a Special Commission meeting in January 2002;

• July 2001: on the basis of comments received and the work of the Drafting Committee in Paris in May 2001, the Permanent Bureau circulates a new annotated draft on key provisions for a future Convention on this topic (the *annotated July 2001 draft*[3]); Member States and interested parties are invited to submit comments received on the draft before 1 October 2001;[4]

• October 2001: the Drafting Committee meets in Oxford to prepare a new intermediate draft of key provisions, which takes into account the numerous comments received on the annotated July 2001 draft; this draft (the *November 2001 draft*[5]) is sent for comments to all Member States, observers and any interested party;

• November 2001: the Permanent Bureau issues a Memorandum on federal clauses with new drafting proposals to be inserted in the future Convention;[6]

• November/December 2001: the Permanent Bureau holds a first series of 8 *Regional Discussion Workshops* (in Stockholm, Toronto, New York, Paris, Milan, Frankfurt, Hong Kong and Rio de Janeiro) to discuss and assess with State officials, legal experts and market participants the November 2001 draft;

• December 2001: the Drafting Committee meets in Brussels to reflect on the various comments made on the November 2001 draft and to prepare a new intermediate draft of key provisions for the future Convention;[7]

• January 2002: a *Special Commission* meets to finalise a new comprehensive draft Convention; this draft (the *January 2002 preliminary draft*[8]) is sent for comments to all Member States, observers and any interested party;[9]

• March 2002: the Drafting Committee meets in Frankfurt to reflect on the various comments made on the January 2002 preliminary draft and to prepare a new draft of key provisions (the *April 2002 preliminary draft*[10]); this draft is sent for comments to all Member States, observers and any interested party;[11]

• April 2002: the Permanent Bureau submits an Explanatory Note on the application of the future Convention with respect to Multi-unit States;[12]

• April 2002: The HCCH meets in Commission I on General Affairs and Policy of the Conference in the Nineteenth Diplomatic Session; the delegates unanimously commend the project for the progress achieved thus far and for the flexible working methods employed; it is decided to finalise the Convention on the basis of the working methods used thus far and, if possible, to hold a Diplomatic Conference before the end of 2002;[13]

• May 2002: the Permanent Bureau submits an Explanatory Note on the functioning of the Convention's conflict of laws rule with respect to transfers involving several intermediaries;[14]

---

[1] C. BERNASCONI, *The Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems*, Prel. Doc. No 1 of November 2000 for the attention of the Working Group of January 2001.

[2] For a summary of the results of this meeting, see *Report on the meeting of the Working Group of Experts (15 to 19 January 2001) and related informal work conducted by the Permanent Bureau on the law applicable to dispositions of securities held with an intermediary*, prepared by the Permanent Bureau, Prel. Doc. No 2 of June 2001 (this document was also presented as Prel. Doc. No 13 of June 2001 for the attention of the Nineteenth Session of the Hague Conference).

[3] *Tentative text on key provisions for a future Convention on the law applicable to proprietary rights in indirectly held securities. Suggestions for further amendment of the text contained in Working Document No 16 of the January 2001 experts' meeting*, submitted by the Permanent Bureau, Prel. Doc. No 3 of July 2001 for the attention of the Special Commission of January 2002.

[4] See the *Chart summarising comments received on the "Annotated July 2001 draft"*, prepared by the Permanent Bureau, Prel. Doc. No 5 of November 2001 for the attention of the Special Commission of January 2002.

[5] *Tentative text on key provisions for a future Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary. Suggestions for further amendment of the text contained in Preliminary Document No 3 of July 2001 (annotated July 2001 draft)*, submitted by the Permanent Bureau, Prel. Doc. No 6 of November 2001 for the attention of the Special Commission of January 2002.

[6] *Memorandum on federal clauses with new drafting proposals for a future Hague Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary*, Prel. Doc. No 4 of November 2001, submitted by the Permanent Bureau.

[7] *Tentative text on key provisions for a future Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary. Suggestions for further amendment of the text contained in Preliminary Document No 6 of November 2001 (November 2001 draft)*, submitted by the Permanent Bureau, Prel. Doc. No 7 of December 2001 for the attention of the Special Commission of January 2002.

[8] *Preliminary draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary*, as adopted by the Special Commission on 17 January 2002 (provisional version), Prel. Doc. No 8 of February 2002, submitted by the Permanent Bureau.

[9] *Chart summarising the comments received on the provisional version of the "preliminary draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary" as adopted by the Special Commission on 17 January 2002 (Prel. Doc. No 8)*, Prel. Doc. No 9 of March 2002, submitted by the Permanent Bureau.

[10] *Preliminary draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary. Suggestions for amendment of the provisional version adopted by the Special Commission on 17 January 2002*, Prel. Doc. No 10 of April 2002, submitted by the Permanent Bureau.

[11] See the *Chart summarising the comments received on the "April 2002 preliminary draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary" (Prel. Doc. No 10)*, Prel. Doc. No 14 of May 2002, submitted by the Permanent Bureau.

[12] *Explanatory Note on Article 9 of the preliminary draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary, ("April 2002 preliminary draft" contained in Preliminary Document No 10)*, Prel. Doc. No 11 of April 2002, submitted by the Permanent Bureau.

[13] See the *Conclusions of Commission I (General Affairs and Policy of the Conference) of the XIXth Diplomatic Session – April 2002.*

[14] *Transfers involving several intermediaries: An Explanatory Note on the*

Goode, Kanda and Kreuzer Report

• Mai 2002 : le Bureau Permanent présente une proposition de version remaniée des articles 4 et 4 bis ; il propose que la règle principale de conflit de lois de la Convention ne se concentre plus sur le concept de lieu de tenue d'un compte, car cette démarche ne conférerait pas la certitude juridique et la prévisibilité recherchées ; aussi, le Bureau Permanent recommande-t-il de se concentrer sur l'accord entre l'intermédiaire pertinent et le titulaire de compte et de soumettre cet accord à des exigences particulières[15].

• Mai 2002 : le Comité de rédaction se réunit à Londres pour réfléchir sur les diverses observations présentées au sujet de l'avant-projet d'avril 2002 et préparer un nouveau projet de dispositions-clés d'une future Convention (l'avant-projet de juin 2002[16]) ; ce texte est envoyé à tous les Etats membres, observateurs et tout intéressé pour recueillir des observations[17].

• Juin/juillet 2002 : le Bureau Permanent tient une seconde série de 9 Ateliers de Discussion Régionaux (à Sydney, Tokyo, Londres, Copenhague, Francfort, Rome, Paris, Toronto, New York) pour discuter et évaluer avec des représentants des Etats, experts en droit et intervenants sur les marchés financiers l'avant-projet de juin 2002.

• Septembre 2002 : le Bureau Permanent résume les avantages et inconvénients des diverses propositions pour la disposition de base de la future Convention (c'est-à-dire la règle principale de conflits de l'article 4), traduisant les résultats des discussions lors des 9 Ateliers de Discussion Régionaux[18].

• Octobre 2002 : le Bureau Permanent présente un Mémorandum traitant de la question de la nécessité d'une disposition particulière dans la Convention pour assurer que la loi applicable est identique pour tous les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire particulier, que le transfert se fasse sous la forme d'une sûreté, d'une cession de propriété à titre de garantie ou d'une cession pure et simple[19].

• Novembre 2002 : le Bureau Permanent présente un tableau mis à jour décrivant tous les avantages et inconvénients des diverses options proposées pour la règle principale de conflits de lois à inclure dans la Convention[20], ainsi qu'un résumé des réactions au Mémorandum présenté en octobre 2002[21].

• Décembre 2002 : le texte du projet de Convention est adopté en Session diplomatique.

• Février 2003 : après un toilettage supplémentaire du texte adopté en décembre 2002, le Bureau Permanent diffuse le texte définitif de la Convention.

sur le fonctionnement de PRIMA dans le cadre de l'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire », Doc. prél. No 12 de mai 2002, soumis par le Bureau Permanent. En réponse à cette note, la délégation japonaise a présenté un document comportant des « Observations sur les transferts impliquant plusieurs intermédiaires : une réponse au Document préliminaire No 12 » ; Ce document a été présenté comme Doc. prél. No 14A.

[15] « Proposition pour une version remaniée des articles 4 et 4 bis », Doc. prél. No 13 de mai 2002, soumis par le Bureau Permanent.

[16] « Avant-projet de convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Propositions d'amendement à « l'avant-projet d'avril 2002 » Doc. prél. No 15 de juin 2002, soumis par le Bureau Permanent.

[17] Voir le Tableau reflétant les observations reçues sur « L'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire» (Doc. prél. No 15) et sur « Les Options A et B contenues à l'article 4(1) » (Doc. prél. No 16) », Doc. prél. No 18 de novembre 2002, soumis par le Bureau Permanent.

[18] « Les options A et B contenues à l'article 4(1) : un bref résumé des conclusions des discussions tenues lors des 9 ateliers de discussion régionaux en Asie, Europe et Amérique du Nord en juin et juillet 2002 », Doc. prél. No 16 de septembre 2002, soumis par le Bureau Permanent.

[19] « Le projet actuel de Convention assure-t-il convenablement que l'intermédiaire pertinent est identique pour tous les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire donné, ou une disposition particulière est-elle nécessaire pour parvenir à ce résultat ? », Doc. prél. No 17 d'octobre 2002, soumis par le Bureau Permanent.

[20] « Tableaux résumant les « pour » et les « contre » des options A, A+ et B à l'article 4(1) », Doc. prél. No 18bis de novembre 2002, soumis par le Bureau Permanent.

[21] « Résumé des réactions au Doc. prél. No 17 : « Le projet actuel de Convention assure-t-il convenablement que l'intermédiaire pertinent (PRIMA) est identique pour tous les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire donné ou une disposition particulière est-elle nécessaire pour parvenir à ce résultat? », Doc. prél. No 18ter de novembre 2002, soumis par le Bureau Permanent.

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

• May 2002: the Permanent Bureau submits a proposal for a redraft of Articles 4 and 4 bis; it suggests that the Convention's primary conflict of laws rule should no longer focus on the concept of the place of the maintenance of an account, as this approach would not provide the required legal certainty and predictability; instead, the Permanent Bureau suggests to focus on the agreement between the relevant intermediary and the account holder and to submit this agreement to specific conditions;[15]

• May 2002: the Drafting Committee meets in London to reflect on the various comments made on the April 2002 preliminary draft and to prepare a new draft of key provisions (the *June 2002 preliminary draft*[16]); this draft is sent for comments to all Member States, observers and any interested party;[17]

• June/July 2002: the Permanent Bureau holds a second series of 9 *Regional Discussion Workshops* (in Sydney, Tokyo, London, Copenhagen, Frankfurt, Rome, Paris, Toronto, New York) to discuss and assess the June 2002 preliminary draft with State officials, experts and markets participants;

• September 2002: the Permanent Bureau summarises the pros and cons of the various suggestions for the core provision of the future Convention (*i.e.*, the primary conflict of laws rule in Art. 4), reflecting the results of the discussions at the 9 Regional Discussion Workshops;[18]

• October 2002: the Permanent Bureau issues a Memo addressing the question of whether a specific provision is needed in the Convention to ensure that the applicable law is same for all dispositions of securities held with a particular intermediary, whether the disposition is in the form of a security interest, transfer of title by way of security or outright transfer;[19]

• November 2002: the Permanent Bureau issues an updated chart reflecting all the pros and cons of the various options suggested for the primary conflict of laws rule to be inserted in the Convention,[20] as well as a summary of the reactions to the Memo submitted in October 2002;[21]

• December 2002: the text of the draft Convention is adopted during a Diplomatic Session;

• February 2003: after some additional clean-up of the text adopted in December 2002, the Permanent Bureau releases the final text of the draft Convention.

functioning of PRIMA within the framework of the preliminary draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary, Prel. Doc. No 12 of May 2002, submitted by the Permanent Bureau. In response to this Note, the Japanese delegation to the Hague Securities project, submitted a document with *Comments on transfers involving two or more intermediaries: a response to Preliminary Document No 12*; this document was submitted as Prel. Doc. No 14A.

[48] *Proposal for a redraft of articles 4 and 4 bis*, Prel. Doc. No 13 of May 2002, submitted by the Permanent Bureau.

[49] *Preliminary draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary, Suggestions for amendment of the "April 2002 preliminary draft"*, Prel. Doc. No 15 of June 2002, submitted by the Permanent Bureau.

[50] See the *Chart reflecting the comments received on the "Preliminary draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary" (Prel. Doc. No 15) and on "Options A and B in Article 4(1)" (Prel. Doc. No. 16)*, Prel. Doc. No 18 of November 2002, submitted by the Permanent Bureau.

[51] *Options A and B in Article 4(1): A brief summary of the results of the discussions at the 9 regional discussion workshops held in Asia, Europe and North America throughout June and July 2002*, Prel. Doc. No 16 of September 2002, submitted by the Permanent Bureau.

[52] *Does the current draft of the Convention adequately ensure that the relevant intermediary [. . .] is the same for all dispositions of securities held with a particular intermediary, or is there a need for a specific provision to achieve this?*, Prel. Doc. No 17 of October 2002, submitted by the Permanent Bureau.

[53] *Charts summarising the "pros and cons" of the Options A, A+ and B in Article 4(1)*, Prel. Doc. No 18 bis of November 2002, submitted by the Permanent Bureau.

[54] *Summary of reactions to Prel. Doc. No. 17: "Does the current draft of the Convention adequately ensure that the relevant intermediary [. . .] is the same for all dispositions of securities held with a particular intermediary, or is there a need for a specific provision to achieve this?"*, Prel. Doc. No 18 ter of November 2002, submitted by the Permanent Bureau.

Goode, Kanda and Kreuzer Report

ANNEXE 2

LISTE DE TOUS LES DOCUMENTS PRÉLIMINAIRES PRODUITS AU COURS DES NÉGOCIATIONS MENANT À LA CONVENTION DE LA HAYE SUR LES TITRES

(par ordre chronologique inversé)

Tous les documents mentionnés sont disponibles sur le site Internet de la Conférence de La Haye de droit international privé (à l'adresse http://www.hcch.net). Sur la nature et l'importance des travaux préparatoires, voir le commentaire au paragraphe Int-78.

• Document préliminaire No 18 ter de novembre 2002 : Résumé des réactions au Doc. prél. No 17 : « Le projet actuel de Convention assure-t-il convenablement que l'intermédiaire pertinent (PRIMA) est identique pour tous les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire donné ou une disposition particulière est-elle nécessaire pour parvenir à ce résultat? »

• Document préliminaire No 18 bis de novembre 2002 : Tableaux résumant les « pour » et les « contre » des options A, A+ et B à l'article 4(1)

• Document préliminaire No 18 de novembre 2002 : Tableau reflétant les observations reçues sur « L'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire » (Doc. prél. No 15) et sur « Les Options A et B contenues à l'article 4(1) » (Doc. prél. No 16)

• Document préliminaire No 17 d'octobre 2002 : Le projet actuel de Convention assure-t-il convenablement que l'intermédiaire pertinent est identique pour tous les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire donné, ou une disposition particulière est-elle nécessaire pour parvenir à ce résultat ?

• Document préliminaire No 16 de septembre 2002 : Les options A et B contenues à l'article 4(1) : un bref résumé des conclusions des discussions tenues lors des 9 ateliers de discussion régionaux en Asie, Europe et Amérique du Nord en juin et juillet 2002

• Document préliminaire No 15 de juin 2002 : avant-projet de convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, Propositions d'amendement à « l'avant-projet d'avril 2002 »

• Document préliminaire No 14A de mai 2002 : Observations sur les transferts impliquant plusieurs intermédiaires : une réponse au Document préliminaire No 12, soumises par la délégation du Japon

• Document préliminaire No 14 de mai 2002 : Tableau résumant les observations reçues sur « l'avant-projet d'avril 2002 d'une Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire » (Doc. prél. No 10)

• Document préliminaire No 13 de mai 2002 : Proposition pour une version remaniée des articles 4 et 4 bis

• Document préliminaire No 12 de mai 2002 : Les transferts impliquant plusieurs intermédiaires : Une Note explicative sur le fonctionnement de PRIMA dans le cadre de l'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

• Document préliminaire No 11 d'avril 2002 : Note explicative portant sur l'article 9 de l'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, (« avant-projet d'avril 2002 » figurant dans le Document préliminaire No 10)

• Document préliminaire No 10 d'avril 2002 : Avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire – Propositions d'amendement à la version provisoire adoptée par la Commission spéciale du 17 janvier 2002

• Document préliminaire No 9 de mars 2002 : Tableau résumant les observations reçues sur la version provisoire de « l'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire » tel qu'adoptée par la Commission spéciale du 17 janvier 2002 Doc. prél. No 8)

• Document préliminaire No 8 de février 2002 : Avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, tel qu'adopté par la Commission spéciale le 17 janvier 2002

• Document préliminaire No 7 de décembre 2001 : Proposition de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Propositions de nouvel amendement au texte contenu dans le Document préliminaire No 6

• Document préliminaire No 6 de novembre 2001 : Proposition de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

• Document préliminaire No 5 de novembre 2001 : Tableau résumant les commentaires reçus sur le « projet annoté de juillet 2001 »

• Document préliminaire No 4 de novembre 2001 : Mémorandum concernant les clauses fédérales avec de nouvelles propositions de dispositions pour une future Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

• Document préliminaire No 3 de juillet 2001 : Proposition de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable aux droits réels portant sur des titres intermédiés – Propositions de nouvel amendement au texte contenu dans le Document de travail No 16 de la réunion d'experts de janvier 2001

• Document préliminaire No 2 de juin 2002 : Rapport sur la réunion du Groupe de travail d'Experts (du 15 au 19 janvier 2001) et les travaux informels menés par le Bureau Permanent sur la loi applicable aux dispositions de titres détenus auprès d'un intermédiaire

• Document préliminaire No 1 de novembre 2000 : Rapport sur la loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte, préparé par Christophe Bernasconi

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

APPENDIX 2

LIST OF ALL THE PRELIMINARY DOCUMENTS PRODUCED DURING THE NEGOTIATIONS LEADING TO THE HAGUE SECURITIES CONVENTION

(in reversed chronological order)

All the documents referred to are available on the website of the Hague Conference on Private International Law (under www.hcch.net). As to the nature and value of the *travaux préparatoires*, see the comment in paragraph Int-78.

- Preliminary Document No 18 ter of November 2002: Summary of reactions to Prel. Doc. No. 17: "Does the current draft of the Convention adequately ensure that the relevant intermediary [...] is the same for all dispositions of securities held with a particular intermediary, or is there a need for a specific provision to achieve this?"

- Preliminary Document No 18 bis of November 2002: Charts summarising the "pros and cons" of the Options A, A+ and B in Article 4(1)

- Preliminary Document No 18 of November 2002: Chart reflecting the comments received on the "Preliminary draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary" (Prel. Doc. No 15) and on "Options A and B in Article 4(1)" (Prel. Doc. No. 16)

- Preliminary Document No 17 of October 2002: Does the current draft of the Convention adequately ensure that the relevant intermediary [...] is the same for all dispositions of securities held with a particular intermediary, or is there a need for a specific provision to achieve this?

- Preliminary Document No 16 of September 2002: Options A and B in Article 4(1): A brief summary of the results of the discussions at the 9 Regional Discussion Workshops held in Asia, Europe and North America throughout June and July 2002

- Preliminary Document No 15 of June 2002: Preliminary draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary, Suggestions for amendment of the "April 2002 preliminary draft"

- Preliminary Document No 14A of May 2002: Comments on transfers involving two or more intermediaries: a response to Preliminary Document No 12, submitted by the Japanese delegation

- Preliminary Document No 14 of May 2002: Chart summarising the comments received on the "April 2002 preliminary draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary" (Prel. Doc. No 10)

- Preliminary Document No 13 of May 2002: Proposal for a redraft of articles 4 and 4 bis

- Preliminary Document No 12 of May 2002: Transfers involving several intermediaries: An Explanatory Note on the functioning of PRIMA within the framework of the preliminary draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary

- Preliminary Document No 11 of April 2002: Explanatory Note on article 9 of the preliminary draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary, ("April 2002 preliminary draft" contained in Preliminary Document No 10)

- Preliminary Document No 10 of April 2002: Preliminary draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary – Suggestions for amendment of the provisional version adopted by the Special Commission on 17 January 2002

- Preliminary Document No 9 of March 2002: Chart summarising the comments received on the provisional version of the "preliminary draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary" as adopted by the Special Commission on 17 January 2002 (Prel. Doc. No 8)

- Preliminary Document No 8 of February 2002: Preliminary draft Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary, as adopted by the Special Commission on 17 January 2002

- Preliminary Document No 7 of December 2001: Tentative text on key provisions for a future Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary. Suggestions for further amendment of the text contained in Preliminary Document No 6

- Preliminary Document No 6 of November 2001: Tentative text on key provisions for a future Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary

- Preliminary Document No 5 of November 2001: Chart summarising comments received on the "Annotated July 2001 draft"

- Preliminary Document No 4 of November 2001: Memorandum on federal clauses with new drafting proposals for a future Hague Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary

- Preliminary Document No 3 of July 2001: Tentative text on key provisions for a future Convention on the law applicable to proprietary rights in indirectly held securities – Suggestions for further amendment of the text contained in Working Document No 16 of the January 2001 experts meeting

- Preliminary Document No 2 of June 2001: Report on the meeting of the Working Group of Experts (15 to 19 January 2001) and related informal work conducted by the Permanent Bureau on the law applicable to dispositions of securities held with an intermediary

- Preliminary Document No 1 of November 2000: Report on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems, prepared by Christophe Bernasconi

Goode, Kanda and Kreuzer Report

Les chiffres renvoient aux numéros de paragraphes.

A

Acceptation de la Convention, 17-1 et s., 18-1 et s.

Acceptations bancaires, 1-2 et *Voir Titres (définition)*

Actions (cotées ou non), 1-2 et *Voir Titres (définition)*

Adhésion à la Convention, 17-1 et s., 18-1 et s.

Administrateur d'insolvabilité

Définition, 1-27
Ancienne loi (application à l'égard de), 7-21

Agent de registre (pas un intermédiaire), 1-33

Agent de transfert (pas un intermédiaire), 1-33

American Depositary Receipts* (ADR), 1-2 et *Voir Titres (définition)

« Ancienne loi » (cas où la convention de compte est modifiée de manière à changer la loi applicable en vertu de la Convention)

Application de, 7-176 et s.
Définition, 7-174

Applicabilité générale de la Convention, 9-1

Approbation de la Convention, 17-1 et s., 18-1 et s.

Approche de transparence, *Voir Règle de conflit de lois*

B

Billets de trésorerie, 1-2 et *Voir Titres (définition)*

Bons de souscription (*warrants*), 1-2 et *Voir Titres (définition)*

Bureau Permanent

Information relative aux règles de conflit internes dans un Etat à plusieurs unités, 12-17
Initiative de la rédaction, Int-7, Int-14
Rapport initial, Int-7

C

Caractère international d'une situation, Int-53, 3-1 et s.

Critères exclus, 3-3, 6-1 et s.
Etat à plusieurs unités, 3-3 et s.
Facteur temporel, 3-11 et s.
Fraude à la loi, 3-10
Illustrations, 3-6 et s.

Centralisation de titres, Int-21

Certificat de titres, *Voir Titres (définition)*

Certificat collectif (jumbo), 1-2

Certificats de dépôt, 1-2 et *Voir Titres (définition)*

Chaîne d'intermédiaires (transfert à travers), Int-63, 4-43 et s.

Champ d'application de la Convention, Int-51 et s.

Caractère international d'une situation, Int-53, 3-1 et s.
Intermédiation, *Voir sous Titres détenus auprès d'un intermédiaire*
Questions de l'art. 2(1), *Voir cette expression*
Titres, *Voir cette expression*
Titres crédités à un compte, Int-24, 1-19, 2-15 et s.
Titres détenus auprès d'un intermédiaire, 1-16, 2-3

Changement de loi applicable (art. 7), Int-65, 4-27 et s., 7-1 et s.

Conditions et champ d'application, 7-8 et s.
Effet, 7-15 et s.
– Administrateur d'insolvabilité, 7-21
– Personne protégée, 7-16 et s.
– Personne saisissant, 7-21
Exceptions à la règle générale, 7-16 et s.
Questions de priorité, 7-22 et s., 7-25 et s.
Règle générale (voir aussi exceptions), 7-15

CHESS (Australie), *Voir Intermédiaire*

Choix de loi applicable, *Voir Rattachement principal, Changement de loi applicable*

Clause d'élection de droit, *Voir Rattachement principal, Changement de loi applicable*

Compte de titres (pertinent)

Chaîne d'intermédiaires, 4-43 et s.
Compte de titres antérieur à la Convention, Int-75, 16-1 et s.
Définition, 1-6 et s.
Transfert en faveur de l'intermédiaire, 4-41 et s., 16-8

Compte de titres antérieur à la Convention, Int-75, 16-1 et s.

Compte fongible, *Voir aussi Masse de titres*

Droits sur, Int-39, 2-11

Compte omnibus, *Voir Compte fongible, Masse de titres*

Condition d'établissement conforme, *Voir Etablissement conforme (condition d')*

Conflit de lois (règle), *Voir Règles de conflit de lois*

Contrats financiers à terme, 1-2 et *Voir Titres (définition)*

Convention de compte (pertinente)

Base de détermination de la loi applicable, *Voir Rattachement principal*
Convention de compte antérieure à la Convention, Int-75, 16-1 et s.
Définition, 1-15
Modification, Int-65, 4-27 et s., 7-1 et s.
Nouvelle Convention de compte, 7-11
Transfert en faveur de l'intermédiaire, 4-41, 16-8

Convention de compte antérieure à la Convention, Int-75, 16-1 et s.

Crédit de titres (à un compte),

Inscription en compte, *Voir cette expression*
Nature et effet (loi applicable), 2-11 et s.

CREST (Royaume-Uni), *Voir intermédiaire*

Critères exclus pour déterminer la loi applicable, 3-3, 6-1 et s.

D

Déclaration, 22-1 et s.

Convention de compte antérieure à la Convention, 16-13, 16-16 et s.
Etat à plusieurs unités,
– Champ d'application territorial, 20-1 et s.
– Etablissement conforme, 12-21 et s.
– Rattachements subsidiaires, Int-72, 12-16 et s.
Modification, 22-3
Opérateur d'un système (art. 1(5)), 1-37 et s.
Prise d'effet, 22-5
Retrait, 22-4

Dématérialisation, Int-21

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

Figures refer to paragraph numbers.

A

Acceptance of the Convention, 17-1 *et seq.*, 18-1 *et seq.*

Accession to the Convention, 17-1 *et seq.*, 18-1 *et seq.*

Account agreement (relevant)

Basis for determining applicable law, *See Primary rule*
Definition, 1-15
Disposition in favour of the intermediary, 4-41, 16-8
Amendment, Int-65, 4-27 *et seq.*, 7-1 *et seq.*
New account agreement, 7-11
Pre-Convention account agreement, Int-75, 16-1 *et seq.*

Account holder

Definition, 1-13, 1-14
Rights
– Nature of rights, Int-22, Int-23, 2-1 *et seq.*, 2-11 *et seq.*
– Scope of the Convention, Int-24, Int-25, 2-11 *et seq.*

Accounting requirement (irrelevant in determining location of securities account), Int-43, 4-26

Adverse claim, *See also Competing interest*

Assertion of, 2-26

Amendment of the account agreement, *See Acount agreement, Change of applicable law (Art. 7)*

American Depositary Receipt (ADR), 1-2, and *See Securities (definition)*

Applicable law

Change of applicable law, *See this expression*
Determination of the applicable law under the Convention, *See Primary rule, Fall-back rules*
Exception (non-application), *See Public policy, Internationally mandatory rules*
Express choice of law, 4-17, 4-18, 16-20
Factors to be disregarded, 6-1 *et seq.*
Insolvency proceeding, *See this expression*
Law in force, 4-15, 12-12, 12-13
Non-Contracting State, 9-1
Qualifying Office requirement, *See this expression*
Renvoi (exclusion), 10-1 *et seq.*
Scope, *See Article 2(1) issues*

Approval of the Convention, 17-1 *et seq.*, 18-1 *et seq.*

Article 2(1) issues, Int-54 to Int-59, 1-42, 2-1 *et seq.*
Applicable law (determination), *See Primary rule, Fall-back rules, Change of applicable law*
Competing interest (intermediary's duties), 2-24 *et seq.*
Contractual rights, Int-55, 2-2, 2-4 *et seq.*, 2-11, 2-30 *et seq.*
Dispositions (nature and effect), 2-18 *et seq.*
Dividends, income, redemption, sale proceeds etc. (entitlement to), 2-29
Nature of interest in securities, 2-4, 2-5, 2-7, 2-8, 2-11 *et seq.*
Nature of the list of issues, 2-9 *et seq.*
Perfection requirements, 2-21, 2-22, *See also Perfection*
Priority, 2-23, *See also Priority*
Purely contractual or otherwise purely personal rights (exclusion), Int-59, 2-7, 2-17, 2-32 *et seq.*
Realisation of interest in securities, 2-28
Right resulting from a credit of securities (nature and effect), 2-34 *et seq.*
Rights and duties of an issuer of securities, registrar or transfer agent (exclusion), 2-34 *et seq.*
Upper-tier attachment, *See this expression*

B

Bankers acceptances, 1-2 and *See Securities (definition)*

Bearer securities, Int-36, 1-1

Bonds (listed or not), 1-2 and *See Securities (definition)*

Book entry, Int-29 *et seq.*

C

Cash (exclusion), *See Securities*

Central Securities Depository (CSD)

Declaration (Art. 1(5)), 1-37 *et seq.*, 22-1 *et seq.*
Intermediary, Int-17 *et seq.*, 1-32, 1-36, 1-37 *et seq.*
International (ICSD), Int-17 *et seq.*
Participants (of CSD or ICSD), Int-18

Centralisation of securities, Int-21

Certificates of deposit, 1-2 and *See Securities (definition)*

Chain of intermediaries (transfer through), Int-63, 4-43 *et seq.*

Change of applicable law (Art. 7), Int-65, 4-27 *et seq.*, 7-1 *et seq.*

Conditions and scope, 7-8 *et seq.*
Effect, 7-15 *et seq.*
– Protected person, 7-16 *et seq.*
– Person who attaches, 7-21
– Insolvency administrator, 7-21
Exceptions to general rule, 7-16 *et seq.*
General rule (see also exceptions), 7-15
Priority issues, 7-22 *et seq.*, 7-25 *et seq.*

Characterisation, *See also Recharacterisation of disposition*

Account holder rights's, Int-22, Int-23, 2-1 *et seq.*, 2-5, 2-11 *et seq.*

CHESS (Australia), *See Intermediary*

Choice of governing law, *See Primary rule, Change of the applicable law*

Collateral, *See Disposition (definition)*

Competing interest

Duties of the intermediary (applicable law), 2-24 *et seq.*
Priority, *See this expression*
Upper-tier attachment (applicable law), 2-26

Conflict of laws rule

Fall-back rules, *See this expression*
General applicability (universal character), 9-1
Internationality, *See this expression*
Lex rei sitae principle (criticism), Int-36 *et seq.*, 4-3 *et seq.*
Look-through approach (rejection), Int-38 *et seq.*, 4-5
Need to reflect market reality, Int-2 *et seq.*, Int-33 *et seq.*
Place of the Relevant Intermediary Approach (PRIMA) (content and abandonment), Int-41 *et seq.*, 4-4 *et seq.*
Primary rule, *See this expression*
Renvoi, *See this expression*
Super-PRIMA (rejection), Int-63, 4-5, 4-11, 4-43 *et seq.*

Contracting State, 1-43, 17-1 *et seq.*

Contractual right (applicable law), Int-55, 2-2, 2-4 *et seq.*, 2-11, 2-30 *et seq.*, *See also Purely contractual or otherwise purely personal right*

Convention law, *See Applicable law*

Corporate actions (meaning), 4-36

Credit of securities (to an account)

Nature and effects (applicable law), 2-11 *et seq.*

Dénonciation de la Convention, 23-1 et s., 24-1 et s.

Dépositaire Central de Titres (DCT)

Déclaration (art. 1(5)), 1-37 et s., 22-1 et s.
Intermédiaire, Int-17 et s., 1-32, 1-36, 1-37 et s.
International (DCTI), Int-17 et s.
Participants (du DCT ou DCTI), Int-18

Dépositaire Central de Titres International (DCTI), ***Voir Dépositaire Central de Titres***

Dépositaire de la Convention (Notifications par), 24-1 et s.

Dérivés (produits financiers), 1-2 et ***Voir Titres (définition)***

Détention de titres

Détention directe, Int-16, Int-17
Détention intermédiée (intermédiation), Int-16, Int-18 et s., *Voir aussi Champ d'application de la Convention, Détention intermédiée (modes de)*

Détention directe

Droit français (considéré comme une détention directe relevant du champ d'application de la Convention), 1-16
Droit japonais (considéré comme une détention directe relevant du champ d'application de la Convention), 1-16
Passage de la détention directe à l'intermédiation, Int-17 et s.

Détention intermédiée (modes de)

Passage de la détention directe à l'intermédiation, Int-17 et s.
Situations courantes (exemples), Int-26, Int-27, Int-31

Dispositif réglementaire, ***Voir Droit réglementaire (pas d'impact sur)***

Dispositions transitoires (art. 15 et 16), Int-74 et s., 15-1 et s., 16-1 et s.

Distributions (droit aux) (loi applicable), 2-29

Dividendes (droits aux) (loi applicable), 2-29

Droit concurrent

Obligations de l'intermédiaire (loi applicable), 2-24 et s.
Priorité, *Voir cette expression*
Saisie à un niveau supérieur (*upper-tier attachment*) (loi applicable), 2-26

Droit contractuel (loi applicable), Int-55, 2-2, 2-4 et s., 2-11, 2-30 et s., ***Voir aussi Droit purement contractuel ou autrement purement personnel***

Droit purement contractuel ou autrement purement personnel, Int-59, 2–7, 2–17, 2–32 et s.

Droit réglementaire (pas d'impact sur), Int-59, 2-35, 11-12

Droit sur titres (signification), 1-4

Droits d'un titulaire de compte, ***Voir Titulaire de compte (droits)***

E

Ecrit

Déclaration auprès du Dépositaire, *Voir Déclaration*
Définition, 1-29
Rattachements subsidiaires, 5-4 et s.

Emetteur (droits et obligations), 2-34

Entrée en vigueur (de la Convention), 19-1 et s.

Dépositaire de la Convention (notifications par), *Voir cette expression*
Etat ou ORIE, 19-1 et s., 16-6 et s.
Période intercalaire, Int-76, 16-3, 16-11 et s., 16-13, 16-22
Plan international (au), 19-1 et s., 19-4 et s.

Espèces (exclusion), ***Voir Titres***

Etablissement

Condition d'établissement conforme, *Voir Etablissement conforme (condition d')*
Définition, 1-22 et s.
Lieu d'activité, 1-23 et s.
Lieu d'activité temporaire, 1-24

Etablissement conforme (condition d'), ***Voir aussi Etablissement***

Activité (conforme), 4-31 et s.
Conditions, Int-61, 4-21 et s., 4-34 et s.
Définition, 1-45
Etat à plusieurs unités, 12-10 et s., 12-21 et s. (possibilité d'imposer une condition géographiquement plus stricte)
Identification (au moyen de, y compris numéro de compte et code bancaire), 4-38
Facteur temporel, 1-24, 4-27 et s.
Rattachement principal, Int-61, 1-22, 1-25, 4-21 et s., 4-34 et s.
Rattachements subsidiaires, 1-22, 1-25

Etat à plusieurs unités

Champ d'application territorial, 20-1 et s.
Condition d'établissement conforme, 12-10 et s., 12-21 et s.
Conflit de lois entre unités territoriales, 3-13 et s.
Déclaration, Int-72, 12-16 et s., 12-21 et s., 20-1 et s.
Définition, Int-69, 1-28, 12-1
Loi en vigueur dans une unité territoriale, Int-70, 4-15, 10-4, 12-12 et s.
Rattachement principal, 12-6 et s., 12-14, *Voir aussi cette expression*
Rattachements subsidiaires, 12-16 et s.
Renvoi interne, Int-71 et s., 10-2, 12-14 et s., 12-16 et s.

Etat contractant, 1-43, 17-1 et s.

Etat partie, 1-43, 17-1 et s.

Examen du fonctionnement pratique de la Convention, 14-1 et s.

F

Facteur temporel

Application de la convention, 3-11
Test de l'établissement conforme, 4-23 et s.

Fraude à la loi, 3-10, 11-5

Fonctionnement pratique de la Convention (examen du), 14-1 et s.

G

Gage (de titres ou compte de titres), ***Voir Transfert***

Garantie, ***Voir Transfert (définition)***

Gutschrift in Wertpapierrechnung, Int-23,* 2-56,** ***Voir Titulaire de compte (droits, nature des droits)

H

Historique de la Convention, Int-1 et s.

Adoption
– Consensus, Int-9, Int-14
– Procédure accélérée, Int-6 et s.
– Procédure de négociation, Int-6 et s.
– Transparence, Int-11
– Travaux préparatoires (nature), Int-78
Objectifs et objet, Int-16 et s., Int-50

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

Book entry, *See this expression*

CREST (United Kingdom), *See Intermediary*

D

Declaration, 22-1 *et seq.*

Multi-unit State,
Qualifying office, 12-21 *et seq.*
Fall-back rules, Int-72, 12-16 *et seq.*
Territorial scope, 20-1 *et seq.*
Pre-Convention account agreement, 16-13, 16-16 *et seq.*
Modification, 22-3
Operator of a system (Art. 1(5)), 1-37 *et seq.*
Time effect, 22-5
Withdrawal, 22-4

Dematerialisation, Int-21

Denunciation of Convention, 23-1 *et seq.*, 24-1 *et seq.*

Depositary of the Convention (Notifications by), 24-1 *et seq.*

Derivatives, 1-2 and *See Securities (definition)*

Diplomatic Session (Nineteenth), Int-15

Direct holding

French law (treated as direct holding falling within scope of the Convention), 1-16
Japanese law (treated as direct holding falling within scope of the Convention), 1-16
Move from direct holdings to intermediated holdings, Int-17 *et seq.*

Disposition (of securities or securities account)

Definition, 1-19, 1-30 *et seq.*
Disposition by account holder to the intermediary itself, 4-41 *et seq.*
Disposition by transfer from one securities account to another, incl. through chain of intermediaries, Int-63, 4-43 *et seq.*
Legal nature and effects (applicable law), 2-18 *et seq.*
Lien by operation of law, 1-31, *See also this expression*
Outright transfer of title, Int-36, 1-19, 1-30, 2-18, 2-20
Perfection requirements (applicable law), 2-21 *et seq.*, 7-16 *et seq.*, 7-21 *et seq.*, 11-12
Pre-Convention dispositions (transitions provisions), 15-1 *et seq.*
Repo, 1-19, 2-8, 2-19, 11-7
Transfer of title by way of security, Int-36, 1-19, 2-18 *et seq.*, 11-7

Distribution (entitlement to) (applicable law), 2-29

Dividends (entitlement to) (applicable law), 2-29

E

Entry into force (of the Convention), 19-1 *et seq.*

Depositary of the Convention (notifications by), *See this expression*
Gap period, Int-76, 16-3, 16-11 *et seq.*, 16-13, 16-22
International plan (on the), 19-1 *et seq.*, 19-4 *et seq.*
State or REIO, 19-1 *et seq.*, 16-6 *et seq.*

F

Factors to be disregarded when determining the applicable law, 3-3, 6-1 *et seq.*

Fall back rules (Art. 5), Int-62, 5-1 *et seq.*

Amendment of the account agreement, 5-12, 4-27 *et seq.*, 7-1 *et seq.*
Express and unambiguous choice, 5-4 *et seq.*
First fall-back rule, 5-4 *et seq.*
Multi-unit State, 5-3, 12-16 *et seq.* (declaration preservering internal conflict of laws rules), *See also Multi-unit State*
Operation as a cascade, 4-9, 5-1
Second fall-back rule, 5-7 *et seq.*
Third fall-back rule, 5-11
Time factor, 5-12, 7-13
Written account agreement, 5-4 *et seq.*

Financial futures, 1-2 and *See Securities (definition)*

Financial instruments, *See Securities (definition)*

Financial options, 1-2 and *See Securities (definition)*

Fraud of law, 3-10, 11-5

Fungible account, *See also Pooling of Securities*

Rights in, Int-39, 2-11

G

Gap period, *See Entry into force (of the Convention)*

General applicability of Convention, 9-1

Global (jumbo) certificate, 1-2

Global note, *See Global (jumbo) certificate*

Governing law, *See Applicable law*

Governing law provision, *See Primary rule, Change of applicable law*

Gutschrift in Wertpapierrechnung, Int-23, 2-11, *See Account holder (rights, nature of the right)*

H

History of the Convention, Int-1 *et seq.*

Adoption
Negotiation process, Int-6 *et seq.*
Fast-track procedure, Int-6 *et seq.*
Consensus, Int-9, Int-14
Transparency, Int-11
Travaux préparatoires (nature of), Int-78
Goals and purpose, Int-16 *et seq.*, Int-50

Holding of securities

Direct holding, Int-16, Int-17
Intermediated holding, Int-16, Int-18 *et seq.*, *See also Scope of the Convention*

I

Immobilisation of security certificates, Int-21

Income (entitlement to) (applicable law), 2-29

Insolvency, *See Insolvency proceeding*

Insolvency administrator

Definition, 1-27
Old law (application in relation to), 7-21

Insolvency proceeding

Acquired interests (effects of) in insolvency proceeding, Int-66, 8-9 *et seq.*
Acquired interests (recognition of) in insolvency proceeding, Int-66, 8-7 *et seq.*
Applicable law, Int-66, 8-1 *et seq.*, 11-4
Change of applicable law (effect), 7-21, *See also this expression*

I

Immobilisation de certificats de titres, Int-21

Inscription en compte, Int-29 et s.

Inscriptions sur plusieurs comptes de titres (transferts par voie d'), y compris à travers une chaîne d'intermédiaires, Int-63, 4-43 et s.

Insolvabilité, *Voir Procédure d'insolvabilité*

Instruments financiers, *Voir Titres (définition)*

Intermédiaire, *Voir aussi Intermédiaire pertinent*

Agent de registre, 1-33 et s.
Agent de transfert, 1-33 et s.
Banque centrale, 1-36
DCT, DCTI, *Voir Dépositaire central de titres (DCT)*
Déclaration (art. 1(5)), 1-37 et s.
Définition, 1-10 et s., 1-32 et s.
Gestionnaire de compte, agent ou autre, 1-35
Obligations d'un intermédiaire envers une personne faisant valoir un droit concurrent (y compris *saisie à un niveau supérieur*), 2-24 et s.
Opérateur d'un système, *Voir cette expression*
Système CHESS, 1-34, 1-36
Système CREST, 1-32, 1-34, 1-36, 1-37 et s.
Système nordique, 1-32 et s., 1-36

Intermédiaire pertinent, Int-30, 1-17 et s.

Aspects juridiques, Int-19 et s.
Définition, 1-17
Description, Int-16 et s., Int-18 et s., Int-26 et s.
Droits du titulaire de compte (nature des droits), *Voir Titulaire de compte (droits)*
Inscription en compte, *Voir cette expression*
Lieu d'activité (art. 5(3)), 5-11, 7-13
Lieu de constitution ou organisation (art. 5(2)), 5-7 et s., 7-13
Transfert en faveur de l'intermédiaire, 4-41, 16-8

Intermédiation, *Voir Détention de titres (intermédiée), Détention intermédiée (modes de)*

Interprétation de la Convention (uniforme et autonome (art. 13)), Int-73, 13-1 et s.

Islamique, valeurs mobilières émises selon le droit islamique, 1-2 et *Voir Titres (définition)*

L

Lex concursus, Voir Procédure d'insolvabilité

Lex rei sitae, Voir Règle de conflit de lois

Loi applicable

Champ d'application, *Voir Questions de l'art. 2(1)*
Changement de loi applicable, *Voir cette expression*
Choix de loi exprès, 4-17, 4-18, 16-20
Condition d'établissement conforme, *Voir Etablissement conforme (condition d')*
Critères exclus, 6-1 et s.
Détermination de la loi applicable en vertu de la Convention, *Voir Rattachement principale, Rattachements subsidiaires*
Etat non contractant, 9-1
Exception (non application), *Voir Ordre public, Lois de police du for*
Loi en vigueur, 4-15, 12-12, 12-13
Procédure d'insolvabilité, *Voir cette expression*
Renvoi (exclusion), 10-1 et s.

Loi de la Convention, *Voir Loi applicable*

Lois de police du for (application), Int-68, 11-1 et s., 11-9 et s., 11-12 (restriction)

« Loi nouvelle » (cas où la convention de compte est modifiée de manière à changer la loi applicable en vertu de la Convention)

Application de, 7-15, 7-17, 7-20
Définition, 7-14

M

Masse de titres, *Voir aussi Compte fongible*

Droits sur, Int-22, Int-23, 2-11
Ségrégation (pas de), Int-18

Modification de la Convention de compte, *Voir Convention de compte, Changement de loi applicable (art. 7)*

N

Nantissement (de titres ou de compte de titres), *Voir Transfert*

O

Obligations (cotées ou non), 1-2 et *Voir Titres (définition)*

Obligations comptables (non pertinentes pour la détermination du lieu du compte de titres), Int-43, 4-26

Obligations d'information réglementaires (non pertinentes pour la détermination du lieu du compte de titres), Int-43, 4-26

Obligations fiscales (non pertinentes pour la détermination du lieu du compte de titres), Int-43, 4-26

Opérateur d'un système, 1-37 et s.

Opérations de pension, *Voir Transfert*

Opérations sur titres (signification), 4-36

Opposabilité (d'un transfert)

Approche du lieu de l'intermédiaire pertinent (PRIMA), *Voir Règle de conflit de lois*
Changement de loi applicable, 7-19 et s.
Conditions, 2-21 et s.
Définition, 1-20 et s.
Exceptions d'ordre public et lois de police du for (restriction) (art. 11(3)), 11-12
Loi applicable (conditions), 2-21 et s.
Opposabilité au moyen d'un dépôt, d'une inscription ou d'un enregistrement dans les Etats à plusieurs unités, 12-14 et s.
Procédure d'insolvabilité, *Voir cette expression*
Renvoi interne, 12-14 et s.

Options financières, 1-2 et *Voir Titres (définition)*

Ordre public (exception), Int-68, 11-1 et s., 11-6 et s., 11-12 (restriction)

Organisation régionale d'intégration économique (ORIE), Int-77, 18-1 et s.

ORIE, *Voir Organisation régionale d'intégration économique (ORIE)*

P

Parts d'organismes de placement collectifs, 1-2 et *Voir Titres (définition)*

Parts, 1-2 et *Voir Titres (définition)*

Pension (opérations de), *Voir Transfert*

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

Avoidance provisions not affected, 8-4
Definition, 1-26
Effect of, 8-1 *et seq.*
Insolvency administrator, *See this expression*
Lex concursus, Int-66
Must respect Convention rules
Acquisition (on), 8-7, 8-9
Perfection (on), 8-4 *et seq.*
Priorities (on), 8-4
Ranking of claims not affected, 8-6

Interest in Securities (meaning of), 1-4

Intermediary, *See also Relevant intermediary*

Account manager, agent or other, 1-35
Central bank, 1-36
CHESS System, 1-34, 1-36
CREST System, 1-32, 1-34, 1-36, 1-37 *et seq.*
CSD, ICSD, *See Central Securities Depositary (CSD)*
Declaration (Art. 1(5)), 1-37 *et seq.*
Definition, 1-10 *et seq.*, 1-32 *et seq.*
Duties of an intermediary against person who asserts competing interest (incl. *upper-tier attachments*), 2-24 *et seq.*
Nordic system, 1-32 *et seq.*, 1-36
Operator of a system, *See this expression*
Registrar agent, 1-33 *et seq.*
Transfer agent, 1-33 *et seq.*

Intermediated holding pattern

Move from direct holdings to intermediated holdings, Int-17 *et seq.*
Typical pattern (examples), Int-26, Int-27, Int-31

Internal renvoi, *See Multi-unit State*

International Central Securities Depositary (ICSD), *See Central Securities Depositary*

Internationality, Int-53, 3-1 *et seq.*

Factors to be disregarded, 3-3, 6-1 *et seq.*
Fraud of law, 3-10
Illustrations, 3-6 *et seq.*
Multi-unit State, 3-13 *et seq.*
Time, 3-11 *et seq.*

Internationally mandatory rules (application), Int-68, 11-1 *et seq.*, 11-9 *et seq.*, 11-12 (limitation)

Interpretation of the Convention (uniform and autonomous (Art. 13)), Int-73, 13-1 *et seq.*

Islamic, Securities issued under Islamic law, 1-2 and *See Securities (definition)*

Issuer (rights and duties of), 2-34

K

Key features of the Convention, Int-49 *et seq.*

L

Lex concursus, See Insolvency proceeding

Lex rei sitae, See Conflict of laws rule

Lien by operation of law, 1-31, 11-12

Look-through approach, *See Conflict of laws rule*

M

Mandatory rules, *See Internationally mandatory rules*

Monitoring of the practical operation of Convention, 14-1 *et seq.*

Multi-unit State,

Conflict of laws between territorial units, 3-13 *et seq.*
Declaration, Int-72, 12-16 et seq., 12-21 *et seq.*, 20-1 *et seq.*
Definition, Int-69, 1-28, 12-1
Fall-back rules, 12-16 *et seq.*
Internal conflict of laws rules (Internal Renvoi), Int-71 *et seq.*, 10-2, 12-14 *et seq.*, 12-16 *et seq.*
Law in force in a territorial unit, Int-70, 4-15, 10-4, 12-12 *et seq.*
Primary rule, 12-6 *et seq.*, 12-14, *See also this expression*
Qualifying Office requirement, 12-10 *et seq.*, 12-21 *et seq.*
Territorial scope, 20-1 *et seq.*

N

'New law' (in case account agreement is amended so as to change applicable law under the Convention)

Application of, 7-15, 7-17, 7-20
Definition, 7-14

O

Office

Definition, 1-22 *et seq.*
Place of business, 1-23 *et seq.*
Qualifying Office requirement, *See this expression*
Temporary place of business, 1-24

'Old law' (in case account agreement is amended so as to change applicable law under the Convention)

Application of, 7-16 *et seq.*
Definition, 7-14

Omnibus account, *See Fungible account, Pooling of Securities*

Operator of a system, 1-37 *et seq.*

P

Perfection (of a disposition)

Applicable law (requirements), 2-21 *et seq.*
Change of the applicable law, 7-19 *et seq.*
Definition, 1-20 *et seq.*
Insolvency proceedings, *See this expression*
Internal renvoi, 12-14 *et seq.*
Perfection by filing, recording or registration in Multi-unit States, 12-14 *et seq.*
Public policy and internationally mandatory rules exceptions (limitation) (Art. 11(3)), 11-12
Place of the Relevant Intermediary Approach (PRIMA), *See Conflict of law rules*
Requirements, 2-21 *et seq.*

Permanent Bureau

Drafting initiative, Int-7, Int-14
Information concerning internal choice of law rules in Multi-unit State, 12-17
Initial Report, Int-7

Pledge (of securities or securities account), *See Disposition*

Pooling of Securities, *See also Fungible account*

Rights in, Int-22, Int-23, 2-11
Segregation (no), Int-18

Portfolio of securities, Int-38, Int-42

Practical operation of Convention (review of), 14-1 *et seq.*

Période intercalaire, ***Voir Entrée en vigueur (de la Convention)***

Portefeuille de titres, Int-38, Int-42

Prêt d'actions, ***Voir Transfert***

PRIMA, ***Voir Règle de conflit de lois (Approche du lieu de l'intermédiaire pertinent)***

Principaux éléments de la Convention, Int-49 et s.

Priorité entre droits antérieurs et droits postérieurs à la Convention, Int-74, 15-1 et s.

Priorité d'un droit concurrent, 1-21, 2-23, 7-22 et s., 7-25 et s., 11-12

Privilège légal, 1-31, 11-12

Procédure d'insolvabilité

Administrateur d'insolvabilité, *Voir cette expression*
Changement de loi applicable (effet), 7-21, *Voir aussi cette expression*
Définition, 1-26
Droits acquis (effets des) dans une procédure d'insolvabilité, Int-66, 8-9 et s.
Droits acquis (reconnaissance des) dans une procédure d'insolvabilité, Int-66, 8-7 et s.
Effet de, 8-1 et s.
Lex concursus, Int-66
Loi applicable, Int-66, 8-1 et s., 11-4
Nullités (Règles de nullités non affectées), 8-4
Rang des créances non affecté, 8-6
Respect des règles de la Convention
– Droits acquis (sur), 8-7, 8-9
– Opposabilité (sur), 8-4 et s.
– Priorités (sur), 8-4

Produits de cession ou tous autres produits (droits aux) (loi applicable), 2-29

Protection des droits en cas de changement de loi applicable, ***Voir Changement de loi applicable (art. 7),***

Q

Qualification, ***Voir aussi Requalification de transfert***

Droits du titulaire de compte, Int-22, Int-23, 2-1 et s., 2-5, 2-11 et s.

Questions de l'art. 2(1), Int-54 à Int-59, 1-42, 2-1 et s.

Conditions d'opposabilité, 2-21, 2-22, *Voir aussi Opposabilité*
Dividendes, revenus, remboursements, produits de cession etc. (droits aux), 2-29
Droit concurrent (obligations de l'intermédiaire), 2-24 et s.
Droit résultant d'un crédit de titres (nature et effet), 2-11 et s.
Droits contractuels, Int-55, 2-2, 2-4 et s., 2-11, 2-30 et s.
Droits et obligations d'un émetteur de titres, agent de registre ou de transfert (exclusion), 2-34 et s.
Droits purement contractuels ou autrement purement personnels (exclusion), Int-59, 2-7, 2-17, 2-32 et s.
Loi applicable (détermination), *Voir Changement de loi applicable, Rattachement principal, Rattachements subsidiaires*
Nature de la liste de questions, 2-9 et s.
Nature des droits sur titres, 2-4, 2-5, 2-7, 2-8, 2-11 et s.
Priorité, 2-23, *Voir aussi Priorité d'un droit concurrent*
Réalisation d'un droit sur des titres, 2-28
Saisie à un niveau supérieur (*upper-tier attachment*), *Voir cette expression*
Transferts (nature et effet), 2-18 et s.

R

Ratification de la Convention, 17-1 et s.

Rattachement principal (art. 4), Int-47 et s., Int-60 et s., 4-1 et s., 4-14 et s.

Changement de loi applicable, *Voir cette expression*
Choix de loi exprès, Int-47 et s., Int-60 et s., 4-17 et s., 16-20
Compte de titres pertinent, 4-43 et s., *Voir cette expression*
Condition d'établissement conforme, 4-21 et s.
– Activité conforme, 4-31 et s.
– Etablissement, *Voir cette expression*
– Facteur temporel, 4-27 et s.
– Numéro de compte et code bancaire (identification spécifique), 4-38
Consentement, 4-19
Convention de compte (pertinente), *Voir cette expression*
Convention de compte antérieure à la Convention, 16-1 et s.
Etat à plusieurs unités territoriales, 12-6 et s., 12-14 et s., *Voir aussi cette expression*
Fondement, Int-47 et s., 4-6 et s.
Intermédiaire pertinent, *Voir cette expression*
Modification de la convention de compte, *Voir Changement de loi applicable*

Rattachements subsidiaires (art. 5), Int-62, 5-1 et s.

Choix exprès et sans ambiguïté, 5-4 et s.
Convention de compte écrite, 5-4 et s.
Deuxième rattachement subsidiaire, 5-7 et s.
Etat à plusieurs unités, 5-3, 12-16 et s. (déclaration préservant les règles de conflits de lois internes), *Voir aussi Etat à plusieurs unités*
Facteur temporel, 5-12, 7-13
Fonctionnement en cascade, 4-9, 5-1
Modification de la Convention de compte, 5-12, 4-27 et s., 7-1 et s.
Premier rattachement subsidiaire, 5-4 et s.
Troisième rattachement subsidiaire, 5-11

Réalisation (d'un droit sur titres) (loi applicable), 2-28

Règle de conflit de lois

Applicabilité générale (caractère universel), 9-1
Approche de transparence (rejet), Int-38 et s., 4-5
Approche du lieu de l'intermédiaire pertinent (PRIMA) (teneur et abandon), Int-41 et s., 4-4 et s.
Caractère international d'une situation, *Voir cette expression*
Nécessité de traduire la réalité du marché, Int-2 et s., Int-33 et s.
Principe de *Lex rei sitae* (critique), Int-36 et s., 4-3 et s.
Rattachement principal, *Voir cette expression*
Rattachements subsidiaires, *Voir cette expression*
Renvoi, *Voir cette expression*
Super-PRIMA (rejet), Int-63, 4-5, 4-11, 4-43 et s.

Remboursement (droits aux) (loi applicable), 2-29

Renvoi (exclusion), Int-67, 10-1 et s.

Renvoi interne (Etat à plusieurs unités), 12-13, 12-14 et s., 12-21 et s.

Renvoi interne, ***Voir Etat à plusieurs unités***

Requalification d'un transfert (risque de), 2-19

Réserves, 21-1 et s., 24-1 et s.

Revendication de tiers, ***Voir aussi Droit concurrent***

Exercice de, 2-26

Revenus (droits aux) (loi applicable), 2-29

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

Pre-Convention account agreements and securities account, Int-75 *et seq.*, 16-1 *et seq.*

Pre-Convention and post-Convention interests (priority between), Int-74, 15-1 *et seq.*

PRIMA, See Conflict of law rule (Place of the Relevant Intermediary Approach)
Primary rule (Art. 4), Int-47 et seq., Int-60 et seq., 4-95 et seq., 4-108 et seq.

PRIMA, *See Conflict of law rule (Place of the Relevant Intermediary Approach)*

Primary rule (Art. 4), Int-47 *et seq.*, Int-60 *et seq.*, 4-1 *et seq.*, 4-14 *et seq.*

Amendment of the account agreement, *See Change of applicable law*
Change of applicable law, *See this expression*
Consent, 4-19
Express choice of law, Int-47 *et seq.*, Int-60 *et seq.*, 4-17 *et seq.*, 16-20
Foundation, Int-47 *et seq.*, 4-6 *et seq.*
Multi-unit State, 12-6 *et seq.*, 12-14 *et seq.*, *See also this expression*
Pre-Convention account agreement, 16-1 *et seq.*
Qualifying Office requirement, 4-21 *et seq.*
Account number or bank code (specific identification), 4-38
Office, *See this expression*
Qualifying activity, 4-31 *et seq.*
Time factor, 4-27 *et seq.*
Relevant account agreement, *See Account agreement (relevant)*
Relevant intermediary, *See this expression*
Relevant securities account, 4-43 *et seq.*, *See also Securities account (relevant)*

Priority of competing interests, 1-21, 2-23, 7-22 *et seq.*, 7-25 *et seq.*, 11-12

Priority between pre-Convention and post-Convention interests, Int-74, 15-1 *et seq.*

Promissory notes, 1-2 and *See Securities (definition)*

Protection of rights on change of the applicable law, *See Change of applicable law (Art. 7)*

Public policy (exception), Int-68, 11-1 *et seq.*, 11-6 *et seq.*, 11-12 (limitation)

Purely contractual or otherwise purely personal right, Int-59, 2-7, 2-17, 2-32 *et seq.*

Q

Qualifying Office requirement, *See also Office*

Activity (qualifying), 4-31 *et seq.*
Conditions, Int-61, 4-21 *et seq.*, 4-34 *et seq.*
Definition, 1-45
Identification (means of, incl. account number and bank code), 4-38
(in) Fall-back rules, 1-22, 1-25
Multi-unit State, 12-10 *et seq.*, 12-21 *et seq.* (Option to impose geographically more stringent condition)
(in) Primary rule, Int-61, 1-22, 1-25, 4-21 *et seq.*, 4-34 *et seq.*
Time factor, 1-24, 4-27 *et seq.*

R

Ratification of the Convention, 17-1 *et seq.*

Realisation (of interest in securities) (applicable law), 2-28

Recharacterisation of disposition (risk), 2-19

Redemption (entitlement to) (applicable law), 2-29

Regional Economic Integration Organisations (REIO), Int-77, 18-1 *et seq.*

Registered securities, Int-36, 1-1

Registrar (not an intermediary), 1-33

Regulatory law (no impact on), Int-59, 2-35, 11-12

REIO, *See Regional Economic Integration Organisations (REIO)*

Relevant account agreement, *See Account agreement (relevant)*

Relevant intermediary, Int-30, 1-17 *et seq.*

Account holder's rights (nature of the rights), *See Account holder (rights)*
Book entry, *See this expression*
Definition, 1-17
Description, Int-16 *et seq.*, Int-18 *et seq.*, Int-26 *et seq.*
Disposition in favour of the intermediary, 4-41, 16-8
Legal aspects, Int-19 *et seq.*
Place of business (Art. 5(3)), 5-11, 7-13
Place of incorporation or organisation (Art. 5(2)), 5-7 *et seq.*, 7-13

Relevant securities account, *See Securities account (relevant)*

Renvoi (exclusion), Int-67, 10-1 *et seq.*

Internal renvoi (Multi-unit State), 12-13, 12-14 *et seq.*, 12-21 *et seq.*

Repo, *See Disposition*

Reporting requirement (irrelevant in determining location of securities account), Int-43, 4-26

Reservation, 21-1 *et seq.*, 24-1 *et seq.*

Review of practical operation of Convention, 14-1 *et seq.*

Rights of account holder, *See Account holder (rights)*

S

Sale or other proceeds (entitlement to) (applicable law), 2-29

Scope of the Convention, Int-51 *et seq.*

Article 2(1) issues, *See this expression*
Internationality, Int-53, 3-1 *et seq.*
Intermediated system, *See under Securities held with an intermediary*
Securities, *See this expression*
Securities credited to an account, Int-24, 1-19, 2-15 *et seq.*
Securities held with an intermediary, 1-16, 2-3

Securities

Bearer securities, Int-36, 1-1
Book-entry, *See this expression*
Cash (exclusion), 1-1, 1-5
Certificate, 1-1, 1-2
Debt securities, 1-1, 1-2
Definition, 1-1 *et seq.*
Disposition, *See this expression*
Equity securities, 1-1, 1-2
Holding of securities, *See this expression*
Registered securities, Int-36, 1-1

Securities account (relevant)

Chain of intermediaries, 4-43 *et seq.*
Definition, 1-6 *et seq.*
Disposition in favour of the intermediary, 4-41 *et seq.*, 16-8

Goode, Kanda and Kreuzer Report

S

Saisie à un niveau supérieur (*upper-tier attachment*), 2-26

Security entitlements*, Int-23, 2-21, 12-15, *Voir aussi Titulaire de compte (droits, nature des droits)

Ségrégation, *Voir Masse de titres*

Session diplomatique (Dix-neuvième), Int-15

Signature de la Convention, 17-1 et s., 18-1 et s.

Suivi du fonctionnement pratique de la Convention, 14-1 et s.

Super-PRIMA (rejet de), Int-63, 4-5, 4-11, 4-43 et s.

Sûreté, *Voir Transfert (définition)*

T

Titres

– au porteur, Int-36, 1-1
– de capital, 1-1, 1-2
– d'endettement, 1-1, 1-2
– nominatifs, Int-36, 1-1
Certificat, 1-1, 1-2
Définition, 1-1 et s.
Détention de titres, *Voir cette expression*
Espèces (exclusion), 1-1, 1-5
Inscription en compte, *Voir cette expression*
Transfert, *Voir cette expression*

Titres détenus auprès d'un intermédiaire

Définition, 1-16
Description du concept, Int-16 et s.

Titulaire de compte

Définition, 1-13, 1-14
Droits
– Champ d'application de la Convention, Int-24, Int-25, 2-11 et s.
– Nature des droits, Int-22, Int-23, 2-1 et s., 2-56 et s.

Transfert (de titres ou compte de titres)

Conditions d'opposabilité (loi applicable), 2-21 et s., 7-16 et s., 7-21 et s., 11-12
Définition, 1-19, 1-30 et s.
Nature juridique et effets (loi applicable), 2-18 et s.
Opérations de pension (*repo*), 1-19, 2-8, 2-19, 11-7
Privilège légal, 1-31, *Voir aussi cette expression*
Transfert antérieur à la Convention (dispositions transitoires), 15-1 et s.
Transfert de propriété à titre de garantie, Int-36, 1-19, 2-18 et s., 11-7
Transfert de propriété pur et simple, Int-36, 1-19, 1-30, 2-18, 2-20
Transfert par le titulaire de compte en faveur de l'intermédiaire lui-même, 4-41 et s.
Transfert par voie d'inscriptions sur plusieurs comptes de titres, y compris à travers une chaîne d'intermédiaires, Int-63, 4-43 et s.

Transfert de propriété, *Voir Transfert*

U

Unités territoriales, *Voir aussi Etat à plusieurs unités*,

Loi applicable à l'égard de, Int-69 et s.
Règles de conflit internes, 3-13

W

Warrants, *Voir Bons de souscription*

Rapport Goode, Kanda et Kreuzer

Pre-Convention securities account, Int-75, 16-1 *et seq.*

Securities held with an intermediary

Definition, 1-16
Description of the concept, Int-16 *et seq.*

Security certificate, ***See Securities (definition)***

Security entitlements, Int-23, 2-11, 12-15, ***See also Account holder (rights, nature of the right)***

Security interest, ***See Disposition***

Segregation, ***See Pooling of Securities***

Shares (listed or not), 1-2 and ***See Securities (definition)***

Signature of the Convention, 17-1 ***et seq.*****, 18-1** ***et seq.***

State Party, 1-43, 17-1 ***et seq.***

Stock, 1-2 and ***See Securities (definition)***

Stock loan, ***See Disposition***

Super-PRIMA (rejection of), Int-63, 4-5, 4-11, 4-43 ***et seq.***

T

Tax requirement (irrelevant in determining location of securities account), Int-43, 4-26

Territorial Units, See also Multi-uni State

Applicable law in relation to, Int-69 *et seq.*
Internal conflict rules, 3-13

Time

Application of the Convention, 3-11
Qualifying Office test (for), 4-23 *et seq.*

Transfer agent (not an intermediary), 1-33

Transfer of title, ***See Disposition***

Transfer from one securities account to another (disposition by), incl. through chain of intermediaries, Int-63, 4-43 ***et seq***

Transition dispositions (Arts 15 and 16), Int-74 ***et seq.*****, 15-1** ***et seq.*****, 16-1** ***et seq.***

U

Units in collective investment schemes, 1-2 and ***See Securities (definition)***

Upper-tier attachment, 2-26

W

Warrants, 1-2 and ***See Securities (definition)***

Writing or written

Declaration with the Depositary, *See Declaration*
Definition, 1-29
Fall-back rules, 5-4 *et seq.*

Table des matières

Table of contents

Table des matières

page

Avis au lecteur 5

Dix-neuvième session – Travaux préliminaires 7

Liste des Documents préliminaires 8

Rapport sur la loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte 10

Rapport sur la réunion du Groupe de travail d'Experts (15 au 19 janvier 2001) et les travaux informels menés par le Bureau Permanent sur la loi applicable aux dispositions de titres détenus auprès d'un intermédiaire 82

Proposition de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable aux droits réels portant sur des titres intermédiés – propositions de nouvel amendement au texte contenu dans le Document de travail No 16 de la réunion d'experts de janvier 2001 avec brefs commentaires explicatifs (à désigner « projet annoté de juillet 2001 ») 136

Mémorandum concernant les clauses fédérales avec de nouvelles propositions de dispositions pour une future Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire 156

Commentaires reçus sur le « projet annoté de juillet 2001 » 164

Proposition de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire – propositions de nouvel amendement au texte contenu dans le Document préliminaire No 3 de juillet 2001 (projet annoté de juillet 2001) à désigner « projet de novembre 2001 » 186

Proposition de dispositions-clés pour une future Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire – propositions de nouvel amendement au texte contenu dans le Document préliminaire No 6 de juillet 2001 (projet de novembre 2001) à désigner « projet de décembre 2001 » 198

page

Commission spéciale 207

Liste des participants 208

Avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire tel qu'adopté par la Commission spéciale le 17 janvier 2002 212

Observations reçues sur la version provisoire de « l'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire » tel qu'adopté par la Commission spéciale le 17 janvier 2002 (Doc. prél. No 8) 222

Avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire – propositions d'amendement à la version provisoire adoptée par la Commission spéciale le 17 janvier 2002, (à désigner « avant-projet d'avril 2002 ») 248

Note explicative portant sur l'article 9 de l'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (« avant-projet d'avril 2002 » figurant dans le Document préliminaire No 10) 262

Les transferts impliquant plusieurs intermédiaires: Une Note explicative sur le fonctionnement de PRIMA dans le cadre de l'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (« avant-projet d'avril 2002 » reproduit dans le Document préliminaire No 10) 270

Proposition pour une version remaniée des articles 4 et 4 *bis* 278

Observations reçues sur « l'avant-projet d'avril 2002 d'une Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire » (Doc. prél. No 10) 282

Observations sure les transferts impliquant plusieurs intermédiaires : une response au Document préliminaire No 12 302

Avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire – Propositions d'amendement à l'avant-projet d'avril 2002 (à désigner « avant-projet de juin 2002 ») 306

Les options A et B contenues à l'article 4(1) : un bref résumé des conclusions des discussions tenues lors des 9 ateliers de discussion régionaux en Asie, Europe et Amérique du Nord en juin et juillet 2002 318

Le projet actuel de Convention assure-t-il convenablement que l'intermédiaire pertinent (PRIMA) est identique pour tous les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire donné, ou une disposition particulière est-elle nécessaire pour parvenir à ce résultat ? 322

Table of Contents

page

Notice to the reader 5

Nineteenth Session – Preliminary work 7

List of Preliminary Documents 9

Report on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems 11

Report on the meeting of the Working Group of Experts (15 to 19 January 2001) and Related Informal Work Conducted by the Permanent Bureau on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held with an Intermediary 83

Tentative Text on Key Provisions for a Future Convention on the Law Applicable to Proprietary Rights in Indirectly Held Securities – Suggestions for further amendment of the text contained in Working Document No 16 of the January 2001 experts meeting with brief explanatory comments 137

Memorandum on Federal Clauses with new drafting proposals for a future Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary 157

Comments received on the "Annotated July 2001 Draft" 164

Tentative Text on Key Provisions for a Future Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary – Suggestions for further amendment of the text contained in Preliminary Document No 3 of July 2001 ("annotated July 2001 draft") (to be referred to as the "November 2001 draft") 187

Tentative Text on Key Provisions for a Future Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary – Suggestions for further amendment of the text contained in Preliminary Document No 6 of November 2001 ("November 2001 draft"), to be referred to as the "December 2001 draft" 199

page

Special Commission 207

List of Participants in the Special Commission meeting 208

Preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary as adopted by the Special Commission on 17 January 2002 213

Comments received on the Provisional Version of the "Preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary" as adopted by the Special Commission on 17 January 2002 (Prel. Doc. No 8) 222

Preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary – Suggestions for amendment of the provisional version adopted by the Special Commission on 17 January 2002, (to be referred to as the "April 2002 preliminary draft") 249

Explanatory Note on Article 9 of the preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary, ("April 2002 preliminary draft" contained in Preliminary Document No 10) 263

Transfers Involving Several Intermediaries: An Explanatory Note on the Functioning of PRIMA within the Framework of the preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary ("April 2002 preliminary draft" reproduced in Preliminary Document No 10) 271

Proposal for a Redraft of Articles 4 and 4 *bis* 279

Comments received on the "April 2002 preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary" (Prel. Doc. No 10) 282

Comments on Transfers Involving two or more Intermediaries: a response to Preliminary Document No 12 302

Preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary – Suggestions for amendment of the "April 2002 preliminary draft", (to be referred to as the "June 2002 preliminary draft") 307

Options A and B in Article 4(1): A brief summary of the results of the discussions at the 9 regional discussion workshops held in Asia, Europe and North America throughout June and July 2002 319

Does the Current draft of the Convention Adequately Ensure that the Relevant Intermediary (*i.e.*, PRIMA) is the Same for All Dispositions of Securities Held with a Particular Intermediary, or Is There a Need for a Specific Provision to Achieve this? 323

page

Observations reçues sur « L'avant-projet de Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire » (Doc. prél. No 15) et sur « Les Options A et B contenues à l'article 4(1) » (Doc. prél. No 16) 328

« Pour » et « Contre » des options A, A+ et B à l'article 4(1) 373

Résumé des réactions au Document préliminaire No 17: « Le projet actuel de Convention assure-t-il convenablement que l'intermédiaire pertinent (PRIMA) est identique pour tous les transferts de titres détenus auprès d'un intermédiaire donné ou une disposition particulière est-elle nécessaire pour parvenir à ce résultat ? » 376

Dix-neuvième Session, seconde partie – Actes 379

Membres de la Troisième commission 380

Documents de travail de la Troisième commission 385

Documents de travail Nos 1 à 4 386

Document de travail No 5 396

Document de travail No 6 398

Documents de travail Nos 7 à 8 399

Documents de travail Nos 9 à 11 401

Documents de travail Nos 12 à 13 404

Documents de travail Nos 14 à 16 406

Documents de travail Nos 17 à 18 409

Document de travail No 19 411

Document de travail No 20 419

Document de travail No 21 420

Documents de travail Nos 22 à 23 429

Document de travail No 24 435

Document de travail No 25 436

Documents de travail Nos 26 à 27 446

Document de travail No 28 447

Documents de travail Nos 29 à 31 448

page

Procès-verbaux de la Troisième commission 451

Procès-verbal No 1 452

Procès-verbal No 2 460

Procès-verbal No 3 466

Procès-verbal No 4 471

Procès-verbal No 5 476

Procès-verbal No 6 482

Procès-verbal No 7 488

Procès-verbal No 8 494

Procès-verbal No 9 502

Procès-verbal No 10 506

Procès-verbal No 11 512

Procès-verbal No 12 521

Procès-verbal No 13 527

Procès-verbal No 14 530

Procès-verbal No 15 537

Procès-verbal No 16 542

Procès-verbal No 17 545

Procès-verbal No 18 547

Séance plénières 559

Procès-verbal No 2 560

Extrait du Procès-verbal de la Séance de clôture 560

Convention adoptée 562

Rapport explicatif 576

Table des matières 744

page

Comments received on the "Preliminary draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary" (Prel. Doc. No 15) and on "Options A and B in Article 4(1)" (Prel. Doc. No 16) 328

"Pros and Cons" of the Options A, A+ and B in Article 4(1) 373

Summary of Reactions to Preliminary Document No 17: "Does the Current draft of the Convention Adequately Ensure that the Relevant Intermediary (*i.e.*, PRIMA) is the Same for All Dispositions of Securities Held with a Particular Intermediary, or Is There a Need for a Specific Provision to Achieve This?" 377

Nineteenth Diplomatic Session, Part II – Acts 379

Members of the Third Commission 380

Working Documents of the Third Commission 385

Working Documents Nos 1 to 4 386

Working Document No 5 396

Working Document No 6 398

Working Documenst Nos 7 to 8 399

Working Documents Nos 9 to 11 401

Working Documents Nos 12 to 13 404

Working Documents Nos 14 to 16 406

Working Documents Nos 17 to 18 409

Working Document No 19 411

Working Document No 20 419

Working Document No 21 420

Working Documents Nos 22 to 23 429

Working Document No 24 435

Working Document No 25 436

Working Documents Nos 26 to 27 446

Working Document No 28 447

Working Documents Nos 29 to 31 448

page

Minutes of the Third Commission 451

Minutes No 1 452

Minutes No 2 460

Minutes No 3 466

Minutes No 4 471

Minutes No 5 476

Minutes No 6 482

Minutes No 7 488

Minutes No 8 494

Minutes No 9 502

Minutes No 10 506

Minutes No 11 512

Minutes No 12 521

Minutes No 13 527

Minutes No 14 530

Minutes No 15 537

Minutes No 16 542

Minutes No 17 545

Minutes No 18 547

Plenary Sessions 559

Minutes No 2 560

Extract from the Minutes of the Closing Session 560

Convention adopted 563

Explanatory Report 577

Table of contents 745