

# La responsabilité de l'intermédiaire dans les opérations de règlement-livraison

**Tout acheteur ou vendeur doit nécessairement faire appel à un négociateur** pour ses ordres de transaction. Bien que deux mécanismes assurent la protection de l'intermédiaire financier, cette fonction implique également un certain nombre de devoirs.



**CLAUDE MERKIN**  
Avocat  
Stehlin & Associés

L'EXÉCUTION DES NÉGOCIATIONS EN bourse résulte de la confrontation générale de l'offre et de la demande (cf. art. 4.1.22 al. 1 du Règlement général du CMF dont les dispositions continuent à s'appliquer dans l'attente du nouveau Règlement général de l'AMF). Il faut rappeler que les donneurs d'ordres, c'est-à-dire les clients acheteurs et vendeurs, ne sont pas directement liés à la transaction qui s'effectue par l'intermédiaire d'un membre du marché, le négociateur.

Trois contrats sont dès lors formés : un contrat entre chacun des donneurs d'ordres et son négociateur et un contrat entre les négociateurs agissant en qualité de commissionnaires du croires. La bonne fin de cette négociation (livraison des titres à l'acheteur et paiement de son montant au vendeur) s'inscrit dans le cadre d'une chambre de compensation (Clearnet) dont les adhérents peuvent également être négociateurs mais pas nécessairement (cas des négociateurs purs). Dès lors, le règlement des capitaux et la livraison des titres s'effectuent par l'intermédiaire du système ISB géré par Clearnet (art. 4.4.3.4 du Règlement général du CMF), le prestataire habilité étant

commissionnaire du croire, c'est-à-dire garant de la bonne fin de la négociation. Cela signifie qu'il ne saurait opposer la carence de son donneur d'ordres défaillant pour se délier de son obligation de livraison ou de règlement, l'organisation de la compensation et les prérogatives de l'intermédiaire étant constitutives de la garantie de la responsabilité de l'intermédiaire.

## LA CHAMBRE DE COMPENSATION DEVIENT COCONTRACTANTE DE CHAQUE INTERMÉDIAIRE

La transaction d'origine, en application des règles de fonctionnement de Clearnet, fait l'objet d'une novation et Clearnet intervient aux droits et obligations de la transaction enregistrée à la place des parties<sup>1</sup> de telle sorte que la transaction initiale se scinde en deux contrats : l'un liant l'adhérent acheteur et la chambre de compensation, l'autre cette dernière et l'adhérent vendeur.

Le déblocage de la transaction se réalise selon trois principes fondamentaux :

- le règlement des capitaux et la livraison des titres sont simultanés et corrélatifs (art. 4.2.3.4 du Règlement général du CMF) ;

<sup>1</sup> Pour des développements sur la nature juridique, voir C. Merkin, B. de Saint Mar, *Garantie de bonne fin de la chambre de compensation*, Revue de droit bancaire et la bourse, mars-avril 1994. P. Stephan, *La compensation*, Dictionnaire Joly Bourse, 1996.

- le règlement des capitaux et la livraison des titres se réalisent dans des délais brefs (voir plus loin sur le transfert de propriété des instruments financiers);
- le règlement des capitaux et la livraison des titres sont irrévocables. L'article 330.1.II du Code monétaire et financier dispose expressément que le paiement et la livraison ne peuvent être annulés jusqu'à l'expiration du jour où est rendu le jugement d'ouverture de la procédure collective. Ce qui permet ainsi de déroger aux règles régissant les procédures collectives et qui autorise l'administrateur judiciaire à réclamer la restitution des paiements effectués à partir de 0 heure du jour de l'ouverture de la procédure (cf. art. L 621.24 du Code de commerce).

Le caractère simultané et corrélatif des opérations de règlement-livraison entre la chambre de compensation et l'intermédiaire limite en théorie la responsabilité de ce dernier qui est assuré de livrer contre règlement et réciproque-

ment. Il bénéficie en outre de prérogatives qui constituent la garantie de son obligation de bonne fin.

#### **PRÉROGATIVES DE L'INTERMÉDIAIRE**

Deux mécanismes cardinaux assurent la protection de l'intermédiaire: les règles régissant la couverture et celles régissant le transfert de propriété des instruments financiers.

En ce qui concerne la couverture des opérations, les montants du dépôt de garantie et les appels de marge quotidiens (en fonction d'un cours de compensation permettant de déterminer la perte ou le gain de la position) applicables aux opérations sur les marchés à terme et aux opérations SRD (Service du règlement différé) font l'objet de plein droit d'un transfert de propriété (art. 442.6 du Code monétaire et financier) au profit de la chambre de compensation (cas de la couverture constituée par l'adhérent compensateur) ou du prestataire habilité (cas

**“Deux mécanismes cardinaux assurent la protection de l'intermédiaire : les règles régissant la couverture et le transfert de propriété des instruments financiers.”**

de couverture constituée par le client donneur d'ordres). Les règles régissant la couverture sont édictées selon une jurisprudence bien établie (Cass. com, août 2003) en faveur de l'intermédiaire aux fins de garantir la sécurité du marché, de telle sorte que le donneur d'ordres ne peut se prévaloir d'un défaut de couverture. Ainsi, en cas de défaillance du donneur d'ordres, l'intermédiaire liquide d'office les positions insuffisamment couvertes pour les ramener en adéquation avec la couverture disponible limitant ainsi son risque. Il acquiert également la pleine propriété de ce qu'il reçoit de la contrepartie (titres ou capitaux) dès lors qu'en application de sa garantie de bonne fin il a dû livrer ou régler (alors qu'il n'avait pas reçu livraison ou règlement de son donneur d'ordres). Cette disposition ne souffre aucune exception même en cas de procédure collective qui affecterait le donneur d'ordres (art. 431.3 du Code monétaire et financier).

Pour le transfert de propriété des instruments financiers, il est rappelé qu'en application des dispositions de l'article 431.2 alinéa 1 du Code monétaire et financier, le transfert de propriété (s'agissant des titres négociés sur un marché réglementé) ressort de l'inscription en compte de l'acheteur réputé intervenir au jour de la négociation. Entre adhérents à la chambre de compensation, les opérations de règlement-livraison doivent s'effectuer dans le délai de trois

jours après la négociation. Le caractère particulier, irréductible aux règles de droit commun, de ces opérations de livraison-règlement est parfaitement mis en exergue par cette distorsion de régime qui dissocie la livraison dans les comptes de l'acheteur de celle dans les comptes de l'adhérent compensateur. En effet, à défaut de livraison dans les comptes de l'adhérent acheteur (à raison, par exemple, de la défaillance de l'adhérent vendeur qui n'a pu trouver les titres sur le marché ou par la voie du régime de prêt emprunt de titres), le transfert de propriété opéré au bénéfice du client acheteur et intervenu antérieurement à la procédure de règlement-livraison dans le cadre de la chambre de compensation est résolu de plein droit (cf. art. 431.2 al. 2 du Code monétaire et financier). La particularité de ces opérations réside dans le fait que seuls les comptes de l'acheteur sont affectés par la résolution (débit du compte-titres et crédit du compte-espèces), alors que les comptes du vendeur ne sont pas affectés par la clause résolutoire.

Cette distorsion de traitement démontre que sur un marché réglementé et organisé, les clients acheteurs et vendeurs ne sont pas liés par un contrat de vente de droit commun. Mais une nouvelle approche de la vente et de l'achat doit être théorisée, l'acheteur comme le vendeur étant face au marché par l'intermédiaire de la chambre de compensation et de ses adhérents. ■