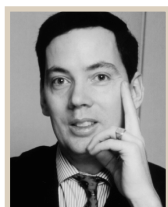


# DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS

## Transfert de propriété des titres cotés : la réforme achevée... ou presque !



**Hubert de Vauplane**

BNP Paribas  
Université  
Paris II -  
Panthéon-Assas

**C**omme l'Arlésienne de l'opéra de Bizet, il existe des réformes dont on parle beaucoup mais que l'on ne voit jamais. Tel fut pendant plus de treize ans le cas du projet de réforme de la date de transfert de propriété des titres cotés. Le mythe est désormais brisé. Les professionnels ne s'en plaindront pas ! La réforme tant attendue par les praticiens a fait l'objet d'une ordonnance n° 2005-303 du 31 mars 2005 (JO 1<sup>er</sup> avril 2005) qui modifie l'article L. 431-2 et L. 431-3 du Code monétaire et financier.

L'objectif de la réforme est simple : faire coïncider le moment effectif des opérations de règlement-livraison avec celui du transfert de propriété du vendeur à l'acheteur. Pour ce faire, la réforme généralise un principe simple, celui de l'inscription des instruments financiers négociés au compte de l'acheteur, renvoyant ensuite au règlement général de l'AMF le soin de déterminer quand cette inscription au compte de l'acheteur doit avoir lieu. En conséquence, le nouveau régime est applicable à tout transfert de propriété d'instruments financiers (à l'exception des instruments financiers à terme) admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement-livraison, que ces instruments soient

négociés sur un marché réglementé ou sur un marché non réglementé mais géré par une entreprise de marché. Pour les instruments financiers qui ne rentrent pas dans le champ d'application de cette réforme, le droit applicable est celui du droit commun de l'article L. 228-1 du Code de commerce qui a consacré là aussi le principe du transfert de propriété lors de l'inscription au compte de l'acheteur.

L'unification du régime de transfert de propriété pour tous les titres, quel que soit leur mode de cession ou de mutation, est désormais achevée. Au-delà du changement technique, c'est un profond bouleversement juridique qui est opéré. À la règle traditionnelle du Code civil en matière de transfert de propriété de biens meubles corporels (qualification retenue pour les titres avant leur dématérialisation) prévoyant le transfert lors de l'échange des consente-

**« L'objectif de la réforme est simple : faire coïncider le moment effectif des opérations de règlement-livraison avec celui du transfert de propriété du vendeur à l'acheteur. »**

ments est désormais substituée la règle non moins traditionnelle du Code civil en matière de chose de genre (qualification généralement retenue pour les titres depuis leur dématérialisation) qui prévoit ce même transfert lors de l'individualisation de la chose, en l'espèce l'inscription en compte.

### LES PRINCIPES DIRECTEURS DE LA RÉFORME

Les principes directeurs de la réforme sont les suivants : pour tous les marchés, synchroniser le transfert de la propriété "patrimoniale" avec le règlement-livraison effectif des titres, tout en maintenant que le transfert de propriété résulte de l'inscription en compte et en visant une harmonisation juridique de celle-ci dans les pays de la zone Euronext ; enregistrer, dès connaissance de la transaction, les mouvements, titres et espèces sur le compte du client, avec insertion d'une mention inscrite dans le reporting pour préciser la réserve sur la valeur juridique de ces enregistrements qui ne valent pas encore "inscription en compte" au sens du Code monétaire et financier (CMF), en particulier, un acheteur de titres doit pouvoir les revendre dès le jour de son achat ; attribuer à l'acheteur les droits économiques liés aux titres dès la date de négociation. ●●●

●●● La modification apportée par l'ordonnance du 31 mars 2005 simplifie la rédaction des articles L. 431-2 et L. 431-3 du Code monétaire et financier. Le premier de ces textes a vocation à s'appliquer tant aux opérations traitées par Relit (1<sup>er</sup> alinéa) que par RGV (3<sup>e</sup> alinéa) : dans le premier cas, le transfert de propriété résulte de l'inscription au compte de l'acheteur à la date et dans les conditions définies par le règlement général de l'AMF, alors que dans le deuxième cas le transfert n'est effectif au profit de l'acheteur que lorsque celui-ci a réglé le prix de la transaction à son intermédiaire. Quant à l'article L. 431-3 du CMF, il vise les situations de défaut de paiement ou de livraison d'un client vis-à-vis de son intermédiaire, en permettant à celui-ci de s'approprier les titres ou les espèces de son client en défaut. Pour le dire plus simplement, la modification consiste à ce que la date de transfert de propriété ne corresponde plus au jour de négociation (ce qui était la situation antérieure puisque l'inscription en compte intervient à cette date), mais à la date de dénouement effectif entre intermédiaires, soit a priori (sauf suspens) trois jours après la date de négociation (J+3). Le changement est important puisque sur la base d'une disposition légale inchangée (l'inscription en compte comme vecteur du moment de transfert de propriété), il convient désormais de considérer que l'écriture comptable passée sur le compte du client qui valait, dès sa passation, inscription en compte, vaut désormais, tout d'abord, une simple écriture d'enregistrement comptable matérialisant la réalisation d'une négociation changeante, ensuite, de nature juridique pour valoir inscription en compte lors du dénouement réel de l'opération. À défaut d'avoir un droit de nature réelle, l'acheteur a un droit de créance à l'encontre de son in-

termédiaire (droit de se faire livrer une chose et droit d'en recevoir la propriété) et une dette (prix de la transaction) exigible au moment du dénouement effectif dans les livres du dépositaire central. Pour sa part, le vendeur a une obligation de livraison et un droit de créance du prix à recevoir, ces deux obligations étant exigibles au moment du dénouement effectif.

### LE RÔLE DE L'ENREGISTREMENT COMPTABLE

Toute la réforme est donc fondée sur le rôle de l'enregistrement comptable : à ce titre, le règlement général de l'AMF devra spécifier en premier lieu que l'enregistrement de la négociation au compte de l'acheteur est réalisé dès que son teneur de compte en a connaissance, et en deuxième part que cet enregistrement vaut inscription en compte et emporte transfert de propriété à la date de constatation du règlement-livraison au compte du teneur de compte conservateur chez le dépositaire central concerné, laquelle coïncide avec celle du dénouement irrévocable entre intermédiaires de l'opération tel que les règles du système de règlement et de livraison concerné l'ont fixé. En cas d'absence de dénouement total dans les délais de place, l'enregistrement sera annulé. Il conviendra aussi de prévoir le cas de dénouement partiel affectant plusieurs acheteurs, où les enregistrements seront alors annulés au prorata des droits de chacun. Enfin, le nouveau règlement général devra traiter des situations d'internalisation des instructions de règlement-livraison en précisant que l'inscription est ici réputée intervenir dans les délais standards de règlement-livraison à J+3, sous réserve le cas échéant de règles spéciales de l'entreprise de marché concernée ou de la chambre de compensation concernée qui y dérogeraient. ■

## ACTUALITÉ EN BREF

### Réforme des Titres de créances négociables

#### Le dispositif réglementaire enfin complet

■ Signalons la publication de l'arrêté du 16 février 2005 qui vient clôturer le dispositif applicable aux titres de créances négociables opéré par la Loi sécurité financière n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003. Le nouvel arrêté prévoit que les TCN étant

obligatoirement dématérialisés, ils font l'objet d'une inscription en compte tenu par un intermédiaire habilité, le virement des titres du compte du cédant vers celui du cessionnaire opérant transfert de propriété.

### Abus de marché

#### Publication de deux pratiques de marché admises par l'AMF

■ On sait que la directive "Abus de marché" n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 et son règlement d'application n° 2273/2003 du 22 décembre 2003 ont limité à deux les objectifs de rachat par un émetteur de ses propres titres. En conséquence, un programme de rachat doit répondre aux seuls objectifs de réduire le capital d'un émetteur (en valeur ou en nombre d'actions), ou de lui permettre d'honorer des obligations liées soit à des titres de créance convertibles en titres de propriété, soit à des programmes d'options sur actions ou autres allocations d'actions aux salariés de l'émetteur ou d'une entreprise associée. Il s'agit là de cas d'exemptions aux pratiques abusives, exemptions dénommées *safe harbour* que l'on peut traduire (maladroitemment) par présomption irréfragable de légitimité. Cette même directive prévoit en outre la possibilité de poursuivre des activités ou pratiques déjà admises sur les marchés nationaux, pour autant qu'elles ne soient pas constitutives d'abus ou de manipulations de marché et répondent, à ce titre, à une liste de critères fixés

par une autre directive européenne n° 2004/72 du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive cadre "Abus de marché" du 28 janvier 2003. Il s'agit alors de présomptions de légitimité mais celles-ci n'ont pas la même force que les premières (hiérarchie des normes entre des exemptions au niveau d'une directive communautaire et exemptions au niveau d'une décision d'un régulateur national) et doivent être qualifiées de réfragables. Utilisant la faculté qui lui est offerte, l'AMF a procédé à la publication de deux décisions du 22 mars 2005 (BALO du 1<sup>er</sup> avril 2005, p. 4772) reconnaissant deux pratiques de marché complémentaires aux objectifs prévus par le Règlement européen : le contrat de liquidité conclu avec un prestataire de service d'investissement et conforme à une charte de déontologie reconnue par l'AMF ; l'achat par les émetteurs pour conservation et remise ultérieure à l'échange ou en paiement dans le cadre d'opérations éventuelles de croissance externe.