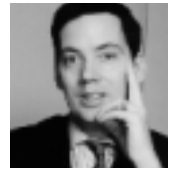


# Chronique *financière* et *boursière*



HUBERT DE VAUPLANE  
Direction des affaires juridiques  
BNP Paribas  
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE  
Professeur de droit, Paris I

## Actualités réglementaires

### Règles de fonctionnement de Clearnet – Analyse juridique du rôle de la chambre de compensation.

Décision CMF du 24 janvier 2001.

La publication des nouvelles règles de fonctionnement de Clearnet est l'occasion de se pencher sur le fonctionnement de la chambre de compensation d'Euronext. Pendant de nombreuses années, chaque marché réglementé de la place de Paris disposait de sa propre chambre de compensation. Puis, dans le cadre de sa réorganisation, la SBF-Bourse de Paris a pris en charge, outre la compensation des opérations du Premier, du Second marché et du marché des EDR placés directement sous autorité en tant qu'entreprise de marché, la compensation des opérations du Monep et du Nouveau marché dans le cadre d'un mandat donné par Monep SA et la Société du nouveau marché à la SBF. Le Matif, pour sa part, a continué d'assurer sa propre compensation par la Banque centrale de compensation jusqu'à son intégration dans le groupe SBF – Paris Bourse SA. En juin 1999, ce dernier a regroupé l'ensemble des activités de compensation au sein de la Banque centrale de compensation, encore appelée Clearnet SA. Depuis cette date, cette dernière est donc l'unique chambre de compensation des opérations réalisées sur la Bourse de Paris, quels que soient l'entreprise de marché et le type de marché : en effet, Clearnet compense aussi bien les opérations en provenance d'un marché réglementé que les opérations des marchés de gré à gré. Ainsi, Clearnet est la chambre de compensation unique pour les actions, les obligations, les warrants, les obligations convertibles, les droits de souscription ainsi que les contrats à terme et d'options sur indices boursiers, les options sur actions, les contrats à terme et d'options sur taux d'intérêt et les contrats à terme et d'options de marchandises. Clearnet a été la première chambre de compensation en Europe à proposer dès 1998 la garantie

et le «*netting*» aux opérations réalisées sur le marché de gré à gré en permettant ainsi aux intervenants de réduire leurs besoins en couverture, de diminuer les risques opérationnels et d'augmenter leur capacité de négociation. En effet, Clearnet propose depuis cette date un service en matière de sécurisation des opérations cash et «*repo*» de gré à gré sur le marché des titres d'Etat, combinant compensation multilatérale des positions et «*contrepartie centrale*», gage d'une sécurité renforcée.

- **Activités de Clearnet.** La création d'Euronext dans le cadre du rapprochement des Bourses d'Amsterdam, Bruxelles et Paris a conduit à la mise en place d'une structure centrale de compensation confiée à Clearnet SA. Ainsi, depuis le 1<sup>er</sup> février 2001, Clearnet est la chambre de compensation et la «*contrepartie centrale*» unique des marchés d'Euronext. Euronext est ainsi le premier marché au monde à avoir fusionné trois chambres de compensation de trois pays différents dans une seule et même entité juridique. Toutes les négociations effectuées sur les marchés actions et produits dérivés d'Euronext ont désormais pour unique chambre de compensation Clearnet SA qui assure également la garantie de bonne fin des transactions. Les membres compensateurs bénéficient ainsi de règles de marché unifiées et de critères d'adhésion harmonisés. Dans le cadre d'un accord multilatéral, les régulateurs français, hollandais et belge coopèrent très étroitement pour offrir un cadre juridique homogène aux trois places et pour exercer une supervision conjointe. Clearnet a le statut d'établissement de crédit de droit français, filiale à 100 % d'Euronext. Elle dispose de deux succursales à Amsterdam et à Bruxelles qui assurent une assistance de proximité aux membres locaux. Depuis 2001, l'utilisation du logiciel de compensation Clearing<sup>21</sup>® permet de compenser en temps réel et au sein d'une architecture ouverte aussi bien des actions que des produits dérivés. Outre la compensation des marchés d'Euronext, Clearnet compense également d'autres «*trade providers*», notamment sur le segment de la dette cash et «*repo*», et prévoit d'étendre son offre à d'autres bourses intéressées par cette contrepartie centrale unifiée. Outre la compen-

sation des opérations d'Euronext, Clearnet assure aussi les opérations de gré à gré sur obligations d'Etat italiennes effectuées sur la plate-forme électronique MTS Spa. Clearnet est également la chambre de compensation des opérations de pensions livrées («*sell/buy backs*») sur obligations d'Etat italiennes de MTS. Euro MTS et les plates-formes MTS en France et en Italie bénéficient ainsi des services de compensation de Clearnet SA. En matière d'actionnariat, Clearnet pourrait ouvrir son capital à d'autres acteurs : membres, autres marchés compensés ou centrales de règlement-livraison. Euroclear dispose aussi d'une option qui lui confère le droit de souscrire jusqu'à 20 % du capital de Clearnet.

• **Analyse juridique de la compensation.** Le mécanisme de compensation au sein d'une chambre de compensation a donné lieu à une controverse doctrinale depuis plusieurs générations, débat qui reste toujours d'actualité. La discussion porte sur «l'interposition» ou non de cette dernière dans le processus de compensation. L'alternative juridique est la suivante : soit l'on considère que la chambre de compensation est directement partie aux opérations entre l'intermédiaire-acheteur et l'intermédiaire-vendeur, s'«interposant» entre les contractants pour devenir la contrepartie de l'intermédiaire-acheteur et celle de l'intermédiaire-vendeur, supprimant dès lors toute relation juridique entre les cocontractants initiaux ; soit au contraire elle n'est pas partie aux négociations, mais tiers, parfois même (mais pas obligatoirement) garante de la bonne fin des opérations. Ces réflexions portent aussi bien sur les bourses de valeurs que sur les marchés à terme d'instruments financiers, le raisonnement étant dans l'ensemble transposable, même s'il existe des différences de nature entre les deux.

La solution de «l'interposition» permet de justifier la déconnexion des rapports entre adhérents après l'enregistrement de l'opération et permet d'expliquer, par simple référence au droit commun des obligations, la compensation quotidienne des contrats. Plusieurs arguments sont avancés au soutien de cette thèse. L'argument le plus couramment avancé pour expliquer le changement de contractant réside dans la déconnexion des liens entre les adhérents que seule pourrait expliquer l'interposition qui conduirait à un double changement de créancier et de débiteur. En effet, par l'interposition, la chambre de compensation deviendrait acheteur face à l'adhérent vendeur et vendeur face à l'adhérent acheteur. Passé l'enregistrement, chaque adhérent n'aurait plus d'autre lien contractuel qu'avec la chambre de compensation. Elle deviendrait à la fois débitrice et créditrice de chacun d'eux. Ce double mécanisme de changement bilatéral de contractant donne ainsi l'impression que la chambre «s'intercale» entre deux adhérents. Il résulterait de la double substitution la formation d'un double rapport d'obligations réciproques contribuant à la création de deux contrats distincts.

Si la thèse de non-interposition de la chambre de compensation est souvent écartée par la doctrine, cela tient à la difficulté d'expliquer le changement de débiteur opéré par le mécanisme de compensation, et le passage d'une opération bilatérale à une opération multilatérale. La difficulté juridique résulte donc dans la réalisation d'une «compensation multilatérale», technique non définie par le Code civil, contrairement à la

compensation bilatérale. L'analyse la plus développée à ce jour consiste à expliquer le mécanisme de compensation en bourse, comme une opération opérant substitution des membres du marché, par la novation de l'article 1271 du Code civil. Il s'agirait d'une novation particulière : triple novation par changement de débiteur (ou plus exactement double changement de débiteur dans la mesure où la chambre s'engagerait en qualité de débiteur envers son membre acheteur et réciproquement envers son membre vendeur), mais aussi par changement de créancier (là encore, double changement dans la mesure où la chambre de compensation deviendrait le créancier de chacun de ses membres), et changement d'objet (et ce, du fait qu'il ne serait guère possible de considérer l'obligation de régler les marges négatives comme modalités de l'obligation ancienne), conduisant à ce que l'on a pu qualifier de «novation du contrat»<sup>1</sup>. Cette analyse a le mérite de correspondre à celle retenue par Clearnet SA dans son nouveau règlement de compensation. Ce règlement indique en effet que la chambre de compensation agit en qualité de «*contrepartie centrale*» entre l'adhérent compensateur de l'acheteur et l'adhérent compensateur du vendeur, c'est-à-dire que Clearnet «s'interpose» entre ses adhérents. Cette interposition conduit à ce que les opérations enregistrées par Clearnet font l'objet d'une novation, la chambre de compensation intervenant aux droits et obligations découlant de l'opération initiale à la place des parties originelles. La compensation ainsi opérée s'opère sur les positions brutes individuelles de chaque adhérent compensateur. Il faut relever l'effort de Clearnet de proposer une explication juridique à l'opération de compensation : la démarche est suffisamment rare pour être soulignée. Toutefois, malgré cette tentative, l'explication proposée – séduisante compte tenu de sa cohérence – ne nous satisfait pas totalement dans la mesure, d'une part, où sa théorie n'explique qu'imparfaitement le double rôle de garant et de contrepartie, et d'autre part où elle repose sur l'idée essentielle que la novation produit un effet de garantie, permettant ainsi d'expliquer les dispositions de l'article L. 442-8 du Code monétaire et financier qui prévoient un transfert des positions et des marges (donc des garanties) en cas de défaillance d'un membre de la chambre de compensation. C'est oublier que la novation opère extinction des obligations et qu'ainsi si l'obligation est éteinte, elle ne saurait être garantie. Reste dès lors à proposer une réponse alternative à celle retenue par Clearnet. ■

<sup>1</sup>I. Riassetto, Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif, Thèse Strasbourg III 1999, n° 202 et suiv.