

Chronique *financière* et *boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Vice-président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, Paris I

Actualités réglementaires

OSRD. Qualifications juridiques et régime des couvertures

Arrêté du 30 août 2000 modifiant le règlement général du CMF : JO du 8 septembre 2000, p. 14057 ; Décision générale CMF n° 2000-04 du 30 août 2000 : BALO du 13 septembre 2000, p. 18402 ; voir aussi «Droit des marchés financiers», *Litec*, 1998, n° 430.

On a vu dans une précédente chronique (*Banque & droit* n° 73) le mode de fonctionnement du nouveau régime de l'Ordre avec Service de Règlement et de Livraison différé. Il convient dorénavant de chercher à qualifier cette opération et de déterminer le régime juridique de couverture qui lui est applicable.

- **Qualification juridique.** De prime abord, il convient de constater que ni le règlement général du CMF ni les règles d'organisation d'Euronext Paris ne se prononcent sur la qualification juridique de l'OSRD. En conséquence, l'analyse de ce mécanisme passe par l'examen systématique de ses caractéristiques : le SRD est une opération qui permet à un investisseur acheteur ou vendeur de «différer» jusqu'à la fin du mois le règlement des espèces ou la livraison des titres (art. 4.1.35, al. 2 du RG CMF et art. N. 4.1.22 des règles d'Euronext Paris) ; l'ordre est exécuté sur le marché au comptant et «émane» du donneur d'ordres (mêmes dispositions) ; dès l'exécution de son ordre, le donneur d'ordres est «définitivement» engagé, soit à verser le prix des titres achetés, soit à livrer les titres vendus (*idem*) ; les titres acquis dans le cadre d'un OSRD à l'achat sont comptabilisés sur un compte du membre du marché «dans l'attente» de leur inscription au compte de l'acheteur et sont la «propriété» du membre du marché (*idem*) ; le membre du marché propriétaire des titres acquis est tenu de transférer au donneur d'ordres les droits d'attribution ou de souscription détachés des titres ainsi détenus par lui ; il est par ailleurs tenu de lui verser le strict équivalent en espèces des dividendes et coupons détachés de ces titres ; le donneur

d'ordres d'un OSRD de vente «demeure propriétaire» des titres aussi longtemps que ceux-ci sont inscrits à son compte (mêmes dispositions). Tels sont les points qu'il faut retenir avant de procéder à toute analyse. L'une des caractéristiques de cette opération tient à la contradiction qui résulte, d'une part du fait qu'il s'agit de l'exécution d'une opération sur le marché réalisée par un intermédiaire pour le compte d'un donneur d'ordres, d'autre part de sa comptabilisation sur le compte du membre du marché. Pour expliquer le mécanisme de l'OSRD, il apparaît nécessaire de considérer que l'émission d'un OSRD matérialise la volonté irrévocable d'un donneur d'ordre d'effectuer une opération sur le marché au comptant dont les effets sont différés à son égard à la fin du mois boursier, le différé de l'opération n'étant rendu possible que parce que le membre du marché accepte de se «substituer» temporairement au donneur d'ordres afin de remplir en ses lieu et place les obligations qui découlent de la réalisation de la négociation. En conséquence, au sein du mécanisme que constitue l'OSRD, il y aurait deux opérations juridiquement distinctes, mais indissociablement liées, parce que l'une n'aurait pas d'existence sans l'autre : d'une part, l'opération par laquelle un intermédiaire accomplit une opération au comptant pour le compte d'un client ; d'autre part, celle par laquelle, pour permettre au client de différer l'exécution de ses engagements, le membre du marché se substitue à lui.

La difficulté réside dans l'étendue du transfert de propriété et conduit à préciser dans quelle mesure ce transfert est ou non effectué «en pleine propriété». Il doit être relevé que seules les règles de marché affirment la pleine propriété du membre du marché, le règlement général du CMF étant quant à lui moins précis sur ce point (cf. art. 4.1.35 pour le CMF et art. N.4.1.22 pour Euronext Paris). Outre les incertitudes liées à la nature privée des règles d'Euronext Paris (10), l'étude du fonctionnement du SRD laisse planer un doute sur l'étendue de ce transfert dans la mesure où les mêmes règles qui affirment le transfert de propriété en limitent la portée puisque cette propriété ne s'étend pas aux «opérations sur titres» (pour sa part, le Comité juridique de l'AFEI a considéré que

l'absence de précision apportée par le CMF ne fait pas obstacle au principe de la pleine propriété fixé par les règles d'Euronext Paris «*étant rappelé que cette propriété est asservie dès lors que le membre du marché a l'obligation de la transférer à la liquidation du mois boursier*» : CJ du 2 novembre 2000). Comment qualifier ce mécanisme ? Plusieurs pistes sont envisageables.

- Le SRD apparaît de prime abord comme une opération de crédit (espèces ou titres). C'est en effet la qualification qui correspond le mieux à la finalité économique du mécanisme. Il semble d'ailleurs que la Commission bancaire l'analyse comme tel pour le calcul des ratios prudentiels des prestataires de services d'investissement. Selon une telle analyse, le membre du marché exécute sur le marché au comptant l'opération dans le cadre classique d'un contrat de commission, avance au donneur d'ordre les fonds nécessaires à l'achat et bénéficie, à titre de garantie, du transfert en pleine propriété des titres acquis jusqu'à ce que le donneur d'ordre exécute envers lui son obligation de remboursement. Cependant, cette qualification nécessite, d'une part que soit retenue la qualité d'opération de crédit, d'autre part d'appliquer la qualité de commissionnaire au membre du marché. Concernant la qualité de commissionnaire du membre du marché, si celle-ci permet d'inscrire le mécanisme d'OSRD dans le cadre habituel des relations entre un investisseur et son intermédiaire (11), le fait toutefois qu'il «demeure propriétaire» des titres achetés dans le cadre d'un OSRD à l'achat et que dans un OSRD à la vente il cède «par avance» au comptant des titres qui sont sa propriété (ou qu'il doit se procurer sur le marché par une opération de prêt de titres) exclut une telle interprétation. Enfin, si l'opération réalise économiquement un financement, elle n'est pas juridiquement assimilable à une opération de crédit au sens de l'article 3 alinéa 1^{er} de la loi bancaire du 24 janvier 1984 qui se caractérise par la réunion de trois éléments : une avance ou une promesse d'avance de fonds, une rémunération du créateur, une restitution. Or, dans notre espèce, le donneur d'ordre n'a pas une obligation de remboursement, typique du prêt, mais de paiement ou de livraison, typique de l'achat/vente (12) ; autrement dit, le différé de paiement n'est pas assimilable à un crédit. En définitive, et au regard des éléments précédents, il convient d'écarter la qualification d'opération de crédit (dans le même sens, cf. Comité juridique de l'AFEI du 2 novembre 2000).

- Le SRD se réalise donc par une double opération, d'achat au comptant et de vente à terme, les deux étant liées de façon indissociable (le Comité juridique de l'AFEI l'écarte pour sa part : cf. CJ du 7 décembre 2000). L'avantage d'une telle qualification, outre que son régime juridique ne suscite pas de difficulté particulière puisqu'il s'agit de deux contrats de vente liés, permet d'expliquer le double transfert de propriété qui est opéré : au bénéfice de l'intermédiaire puis du donneur d'ordre. La principale difficulté est cependant que l'OSRD est décrit par les textes non pas comme une opération pour compte propre mais comme un simple différé de règlement-livraison, la négociation sur le marché étant accomplie en exécution de l'ordre. Toutefois, on relèvera que les arguments de textes écartant cette qualification ne sont pas totalement convaincants (13) et que l'opération de contrepartie, définie par Euronext Paris comme «*une négociation pour compte*

propre réalisée face au marché ou face au donneur d'ordre» (art. N. 4.1.8), peut être réalisée en suite d'un ordre passé par un investisseur. Par ailleurs, l'obligation faite par la Cob de déclarer les franchissements de seuil dans le cadre d'un OSRD au jour de l'opération initiale, et non lors du transfert de propriété, ne fait pas obstacle à une telle qualification, dans la mesure où les exigences nées des franchissements de seuils ne sont pas fonction du transfert de propriété mais résultent d'un accord permettant à une personne d'acquiescer à sa seule initiative des actions ou des droits de vote (art. 356-1-2, 4^e L. 1966). Dans une telle hypothèse, il conviendrait d'analyser la deuxième «branche» de l'opération comme une garantie, garantie portant sur des titres dans le cadre d'un OSRD à l'achat, ou sur des espèces dans le cadre d'un OSRD à la vente. Cette qualification de garantie conduit à s'interroger sur l'assimilation du SDR à un contrat pignoratif ou un pacte commissoire. Il s'agit d'une opération consistant à dissimuler un prêt sous une vente avec faculté de rachat pour un prix correspondant à la somme prêtée. Cette difficulté peut être écartée compte tenu du caractère du SDR, dont le fonctionnement résulte du règlement général du CMF, alors que le contrat pignoratif repose sur l'idée de dissimulation à l'égard des tiers, ce qui ne peut être retenu s'agissant d'un mécanisme réglementaire. Au regard de tout ce qui précède, ne peut-on alors analyser l'OSRD comme une opération de portage ? C'est, de prime abord, la qualification qui semble convenir le mieux (14) : on sait que le portage est une convention «*en vertu de laquelle une personne nommée "donneur d'ordre" transmet la propriété de titres à une autre personne nommée "porteur" qui l'accepte mais s'engage par écrit à céder ces mêmes titres à une date et pour un prix fixés à l'avance à une personne désignée qui peut être le donneur d'ordre lui-même ou un tiers bénéficiaire*» (15). Mais la remarque ne fait que déplacer le problème, la convention de portage n'ayant pas encore reçu ses lettres de noblesse en tant que convention sui generis, même si, avec beaucoup, on peut y voir une technique proche de la fiducie (16).

En résumé, il semble que deux qualifications générales au moins soient envisageables. La première insiste sur le service économique rendu par le membre du marché à son client donneur d'ordre. Le SRD apparaît alors comme une opération de crédit assortie d'une garantie, qui réside dans un transfert de propriété temporaire, c'est-à-dire dans une aliénation fiduciaire. La seconde insiste sur les mécanismes juridiques mis en place. Elle fait du double transfert de propriété, successif et indivisible, l'essentiel. La première a pour elle sa proximité avec la finalité pratique du service de règlement et de livraison différés, mais elle a de ne pas correspondre à la définition d'opération de crédit. La seconde a pour elle de s'en tenir à la mécanique du SRD, sans chercher à l'envelopper dans une qualification juridique générale. Il reste qu'il faut expliquer le fait que l'intermédiaire fait l'avance soit des espèces en cas d'ordre d'achat, soit des titres en cas d'ordre de vente. Mais, on peut considérer que celle-ci est intrinsèque à l'opération d'achat ou de vente et qu'il s'agit d'un simple différé de paiement ou de livraison, de sorte qu'il ne s'agit pas d'un crédit. Il s'agirait donc d'une opération d'achat ou de vente, avec paiement ou livraison différé garantie par un transfert de propriété temporaire à un tiers, l'intermédiaire financier. Il s'agit d'une sorte

d'entiercement, mais avec transfert de propriété et non simple mise en possession comme dans le gage. D'où l'attirance envers la qualification de portage, même s'il est difficile de s'y arrêter définitivement à l'heure actuelle en l'absence de reconnaissance en droit positif.

• **Régime juridique et qualification de la couverture.** L'article 4.1.35 du RG CMF pose, en cas d'OSRD, une obligation de couverture par le donneur d'ordre au bénéfice du prestataire de services d'investissement ; la décision générale n° 2000-04 du CMF précise les conditions de constitution et de composition de cette couverture, qui s'appliquent à tous les intervenants, tant les transmetteurs d'ordres que les teneurs de compte conservateurs (art. 1^{er} de la décision CMF n° 2000-04). Au moment de la passation de l'ordre, l'exigence de couverture pèse sur celui qui reçoit l'ordre pour exécution ou pour transmission en vue d'exécution. Cependant, cette personne n'est pas nécessairement le teneur de compte de son client. Dans cette hypothèse, qui correspond en pratique à celle des *e-brokers*, il convient de lui donner les moyens de vérifier, avant la prise en charge de l'ordre, que la couverture est bien présente sur le compte du client, ce qui, outre une convention entre le transmetteur d'ordres et son client, nécessite l'établissement d'une convention entre l'investisseur et son teneur de compte et une autre entre ce dernier et le membre du marché. C'est ce que matérialise le CMF en indiquant que le «*prestataire habilité qui ne tient pas compte d'un client donneur d'ordres n'accepte de transmettre ou d'exécuter un ordre comportant le service de règlement et de livraison différés que s'il est en mesure, en application d'une convention établie avec le teneur de compte conservateur du client, de vérifier avant de transmettre ou d'exécuter cet ordre, que la couverture requise est bien constituée chez ledit teneur de compte-conservateur*» (art. 2 décision CMF n° 2000-04). En cours de vie de la position, l'obligation de suivi de la couverture pèse sur le teneur de compte-conservateur, puisqu'il est le seul à disposer des moyens lui permettant de connaître la position de l'investisseur. Ce partage des responsabilités entre le transmetteur d'ordres et le teneur de compte, selon que l'on se place lors de la transmission de l'ordre, ou postérieurement à celle-ci, nécessite en pratique que ces deux intervenants définissent précisément les conditions de leur responsabilité. Notons enfin que le CMF établit une dérogation importante au principe de vérification préalable à l'exécution de l'ordre de l'existence d'une couverture en exonérant le membre du marché qui ne tient pas le compte d'un client ayant par ailleurs la qualité de teneur de compte-conservateur (art. 11 décision CMF 2000-04).

Ces couvertures sont-elles assimilables à celles prévues antérieurement dans le cadre du marché à Règlement mensuel ? Commençons par remarquer que l'article 49 de la loi MAF, qui prévoit un transfert en pleine propriété à titre de garantie au bénéfice de l'adhérent à la chambre de compensation ou à la chambre elle-même, était applicable aux couvertures d'opérations effectuées sur le Règlement mensuel. Le critère d'application de cette disposition repose sur la présence d'une chambre de compensation. C'est aussi la position du CMF, qui considère que le régime de couverture prévu à l'article 49 de la loi MAF ne s'applique pas «*lorsque le client a pris, en direct, une position sur le marché, d'autre part*

que la couverture déposée chez son intermédiaire trouve sa place dans une chaîne aboutissant à la chambre de compensation» (17). Or, dans le cas de l'OSRD, aucune de ces deux conditions ne se trouve remplie. En conséquence, les dispositions prévues à l'article 49 de la loi MAF ne sont pas applicables aux couvertures propres à l'OSRD. Comment qualifier alors ces dernières ? Le CMF, pour sa part, semble avoir tranché ce débat en estimant que la couverture d'un OSRD s'analyse comme un paiement anticipé et conditionnel (18). Tel est aussi la position de l'AFB qui, dans son annexe relative à l'OSRD à son schéma indicatif de conditions générales d'une convention de services d'investissement et de compte de titres, mentionne que «*toute couverture, en instruments financiers ou en espèces, devra être considérée comme représentant le paiement anticipé des sommes dont le(s) titulaire(s) pourrai(ent) être redevable(s) à la banque à raison de ses (leurs) OSRD*». L'on en revient ainsi à la situation antérieure au vote de la loi MAF du 2 juillet 1996, où la qualification de la couverture dépendait de la volonté des parties, analysée souverainement par les juges du fond. Cette situation n'est pas sans risques pour les bénéficiaires de la garantie, compte tenu des incertitudes pesant sur ce régime. Si la couverture peut, au gré de la volonté des parties, être qualifiée de nantissement ou de paiement anticipé, l'étude de la jurisprudence relève que celle-ci semble plutôt, en dernier lieu et en l'absence de contestation sur la nature juridique de la couverture, pencher pour le paiement anticipé et la dation en paiement (19). L'on sait que, selon cette analyse, la remise de la couverture est un paiement anticipé ou une dation en paiement anticipé de la dette éventuelle du client, selon que l'objet de la couverture porte sur des espèces ou des titres (20). La thèse du paiement anticipé est présentée comme offrant un intérêt en ce qu'elle suppose le transfert de propriété des biens, donnant ainsi à l'accipiens le droit d'en disposer immédiatement et surtout un droit exclusif sur ces biens, soustrayant le créancier à la loi du concours en cas de procédure collective à l'encontre du débiteur, sous réserve que le paiement n'ait pas été effectué en période suspecte. Cependant, l'on connaît les critiques relevées à l'encontre d'une telle analyse : la plus sérieuse a trait au concept même de paiement : payer une dette éventuelle (c'est-à-dire future et incertaine), c'est payer ce que l'on ne doit pas encore, ce qui n'est pas dû, ce qui contrevient à l'article 1235, alinéa 1^{er} du code civil aux termes duquel «*tout paiement suppose une dette*». Le paiement est alors sujet à répétition. Le paiement anticipé ne peut donc s'entendre que du paiement fait avant terme d'une dette certaine. C'est pourquoi certains ont pensé assortir le paiement d'une condition suspensive, de sorte qu'il se trouve être subordonné à l'arrivée d'un événement futur et incertain : l'existence de la dette. Mais il s'agit là d'une tautologie : l'événement auquel est subordonnée la réalisation de cette condition ne saurait être la naissance hypothétique de la dette dont il est question. C'est d'ailleurs pourquoi Rodière estimait que l'idée du paiement anticipé d'une dette purement éventuelle est contraire à la nature même de la dation en paiement, «*car la novation à laquelle se ramène celle-ci suppose l'extinction d'une dette déterminée*» (21). En définitive, et d'un point de vue juridique, l'on doit voir dans l'instauration de l'OSRD un recul dans la sécurité pratique offerte aux intermédiaires dans leurs opérations avec leur clientèle.

On ajoutera, dans le même sens, que le régime de couverture propre à l'OSRD semble plus exigeant que celui

prévu pour le marché RM, dans la mesure où il ne paraît pas possible au prestataire de se soustraire à l'obligation d'exiger de son client la constitution d'une couverture préalable (22). En effet, l'article 4.1.35.1 du règlement général du CMF dispose que le prestataire «*qui reçoit un ordre à règlement ou livraison différé ne peut accepter un tel ordre de la part de l'investisseur que s'il obtient de celui-ci la constitution d'une couverture [...]»*. L'ancien article 4.2.33.1 (supprimé par l'arrêté du 30 août 2000) du même règlement n'était pas aussi impératif lorsqu'il prévoyait que le prestataire «*appelle une couverture auprès*» du donneur d'ordres. De la même manière, si les règles d'Euronext Paris prévoient qu'une simple faculté de constitution de couverture pour les opérations autres que l'OSRD (art. N. 4.1.36), il s'agit d'une véritable obligation pour un OSRD (art. N. 4.1.28). En conséquence, le non-respect de cette obligation pourrait être traité plus sévèrement qu'actuellement par la jurisprudence qui ne permet pas au client de se prévaloir du défaut de constitution de couverture par l'intermédiaire mais peut retenir la responsabilité de ce dernier au titre du manquement au devoir d'information.

Enfin, l'on peut s'interroger sur le maintien de la jurisprudence Buon de la Cour de cassation quant à l'application d'un devoir d'information à la charge des intermédiaires financiers vis-à-vis de leurs clients profanes. L'on sait en effet qu'aux termes de cette jurisprudence «*quelles que soient les relations contractuelles entre un client et sa banque, [l'intermédiaire financier] a le devoir de l'informer des risques encourus dans les opérations spéculatives sur les marchés à terme, hors le cas où il [le client] en a connaissance*». Le devoir d'information qui pèse sur l'intermédiaire financier nécessite la présence d'«opérations spéculatives sur les marchés à terme». Or, si l'OSRD peut être regardée comme une opération spéculative, il ne s'agit pas d'une opération à terme. Doit-on en conclure que cette jurisprudence dégagée depuis dix ans doit être remise en cause ? Il est sans doute trop tôt pour le dire ; un commencement de réponse peut être recherchée dans le critère mis en avant par la Cour de cassation : l'exigence d'opérations spéculatives est-elle indépendante de celle de marché à terme ? Autrement dit, la formulation de la Haute juridiction doit-elle s'entendre comme deux conditions alternatives (opérations spéculatives ou opérations sur les marchés à terme) ou comme une seule et unique condition ? L'esprit des décisions rendues jusqu'à ce jour ne permet pas, à notre sens, de retenir la seconde interprétation, mais il s'agit là d'un autre débat.

Face à ces difficultés et incertitudes de qualification et devant la réticences des réseaux bancaires à développer l'OSRD compte tenu des problèmes liés à la constitution des couvertures, il est vraisemblable que ceux-ci préféreront se tourner vers un pur mécanisme de crédit qui aura l'avantage de s'inscrire dans leurs activités habituelles. Dès lors, il est possible que l'OSRD ne vive que le temps que vivent les roses.

10) Où l'on retrouve le débat sur la nature des entreprises de marché et sur la qualification des règles élaborées par celles-ci.

(11) Il est en effet traditionnellement considéré que le membre du marché agit pour le compte de son donneur d'ordres mais en son nom au titre d'un contrat de commission : lui seul est redevable des obligations de livraison ou de paiement vis-à-vis de la chambre de compensation.

(12) Voir la position de Th. Bonneau, Du règlement mensuel au règlement différé : un mini-séisme ou une réforme en trompe l'œil ? : *Bull. Joly Bourse*, nov.-déc. 2000, n° 6, p. 516.

(13) L'article 4.1.35 indique que «*les règles du marché peuvent autoriser un investisseur acheteur, en suite de l'exécution de son ordre sur le marché, à différer [...]»*.

(14) Telle est l'analyse de Th. Bonneau, préc., p. 517, n° 7.

(15) G. Cornu, Vocabulaire juridique, vo Portage.

(16) F.-X. Lucas, Les transferts temporaires de valeurs mobilières. Pour une fiducie de valeurs mobilières, Bib. de droit privé, tome 283, *LGDJ*, 1997, p. 55 et s.

(17) *Bull. CMF* n° 33, novembre 2000, p. 17.

(18) *Idem*.

(19) Pour une analyse détaillée de cette jurisprudence, cf. I. Riasetto, «Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif», Thèse, Strasbourg III, 1999, n° 669 et suiv.

(20) Une telle analyse était souvent retenue par les auteurs du XIX^e siècle : F.-E. Mollot, «Bourse de commerce, agents de change et courtiers», Paris, 1853, n° 162 et suiv. ; T. Crépon, «De la négociation des effets publics et autres», Paris, 1886 n° 66 et 208.

(21) Rodière, «La couverture dans les opérations de bourse», *Rev. crit. Lég. et jurisp.* 1934, p. 38.

(22) Voir L. Ruet, La couverture, condition «essentielle» de la formation des ordres de bourse à terme : *Bull. Joly Bourse*, nov.-déc. 2000, n° 6, p. 521 et s.