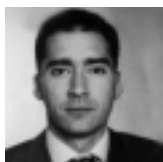


Responsabilité des intermédiaires : compensation et règlement-livraison



PHILIPPE GOUTAY

Docteur en droit

Avocat à la Cour

Gide Loyrette Nouel

La participation d'un intermédiaire financier à une chambre de compensation ou à un système de règlement-livraison met en œuvre des mécanismes de garanties tendant à limiter au maximum les conséquences financières de la défaillance d'un participant. La BCC ou les systèmes de règlement-livraison Relit ou RGV contribuent ainsi à la réduction de tous risques systémiques (où la défaillance d'un participant se propage à d'autres), ou de contrepartie (où la défaillance d'un participant est directement supportée par sa contrepartie).

Les marchés financiers tendent vers une complexification croissante à bien des égards. Leur interdépendance s'accroît, sur un plan économique mais aussi sur un plan technique ⁽¹⁾ ; les produits traités sont de plus en plus complexes. Surtout, il est recherché une liquidité toujours plus grande de ces produits, c'est-à-dire une facilité de transmission de ces produits qui dépasse le seul cadre de chaque pays ⁽²⁾. La liquidité est d'autant plus facilement obtenue que les investisseurs peuvent se rapprocher d'intermédiaires qui peuvent leur rendre le meilleur service au meilleur coût. Le phénomène assez général de privatisation des marchés boursiers met en avant les contraintes auxquelles sont confrontés tous les acteurs d'un marché concurrentiel : comment fournir et garantir le meilleur service au moindre coût !

Vus à travers ce prisme, les marchés boursiers, et spécialement le marché boursier français, ont dû procéder à une segmentation des différents métiers qui pouvaient être distingués dans le cadre de la chaîne boursière. Le rapport de la Serre ⁽³⁾ avait procédé à cette analyse, notamment en distinguant les activités de négociateur et de compensateur. A la suite de la directive européenne 93/22 relative aux services d'investissement, ce travail a été affiné et a été poursuivi par le règlement général du Conseil des marchés financiers (le CMF). La chaîne se décompose ainsi entre le dépositaire central, le teneur de compte-conservateur, le récepteur-transmetteur d'ordres, le négociateur, le compensateur et le gérant du système de règlement-livraison.

Les deux derniers maillons de la chaîne n'ont fait l'objet d'une réglementation spécifique que relativement

tardivement. Mais aujourd'hui, ils disposent d'un ensemble normatif satisfaisant, issu de la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 (loi MAF), du règlement général du CMF et des règles de fonctionnement de chaque institution approuvées par ce dernier.

Apprécier la responsabilité engendrée par ces deux activités suppose au préalable une précision. Contrairement aux autres fonctions de la chaîne boursière, ces activités reposent sur un double niveau. En effet, il s'établit une première relation entre l'investisseur (ou donneur d'ordres) et un prestataire de services d'investissement adhérent à une chambre de compensation ou à un système de règlement-livraison. Il s'établit par ailleurs une seconde relation entre ce même adhérent et l'entité compensatrice ou gérant ledit système de règlement-livraison. La responsabilité doit s'apprécier à chacun de ces deux niveaux.

I Responsabilité et compensation

Le phénomène compensatoire est né du souci de simplifier un ensemble de liens obligatoires par l'extinction d'un certain nombre d'entre eux, pour ne plus laisser qu'un reliquat. Le Code civil a ramené exclusivement ce mécanisme aux liens bilatéraux ⁽⁴⁾. L'activité bancaire et boursière l'a adapté aux relations multilatérales des différents intervenants des marchés bancaires et boursiers. Toutefois, le mécanisme compensatoire des marchés boursiers repose de surcroît sur une substitution de chaque contrepartie par la chambre de compensation, dès l'enregistrement de l'opération à compenser ⁽⁵⁾ : chaque adhérent se trouve n'avoir plus que la chambre comme débi-

teur ou créancier. Cette substitution fait prendre un risque financier important par la chambre qui, dans cette optique, a une activité bancaire (6).

Le paysage français de la compensation a connu quelques changements au cours de l'année dernière, changements qui ont mis en avant l'autonomie réglementaire de cette activité. Par le passé, la compensation était assurée de manière indépendante sur chaque marché boursier : les opérations conclues sur les premiers et seconds marchés étaient compensées par la Société des bourses françaises (prise alors en qualité de chambre de compensation) (7), les opérations conclues sur le Matif l'étaient par Matif SA, celles conclues sur le Monep par la SCMC (Société de compensation pour les marchés conditionnels) et les opérations de gré à gré par la BCC (Banque centrale de compensation). Le caractère de plus en plus concurrentiel de cette activité a conduit Parisbourse, (ex SBF) à regrouper toutes ces entités au sein de la BCC (8). Cette dernière, filiale de Parisbourse, compense dorénavant toutes les opérations conclues sur les marchés de la bourse de Paris, ainsi que les opérations de gré à gré.

L'intervention de la BCC se caractérise par la prise en charge de la bonne fin de l'exécution d'une opération qui a fait l'objet d'un enregistrement. Ainsi, l'adhérent de la BCC réduit-il son risque de contrepartie par substitution de la chambre à sa contrepartie d'origine. En vertu de ce risque transféré à la chambre, cette dernière ainsi que ses adhérents prennent deux types de mesures : certaines à titre de prévention (A), d'autres à titre de sanction (B).

A. Responsabilité et prévention

En enregistrant une opération, la chambre s'engage à exécuter les obligations de livraison et de paiement de ses adhérents résultant de l'opération. La chambre supporte donc un risque à raison de la nature de l'opération. Ce risque varie de surcroît dès lors que la date de livraison ou de paiement est éloignée, la valeur de l'instrument financier concerné pouvant varier durant cette période. La chambre est donc amenée à procéder à un appel de garantie, sous la forme d'un versement d'espèces ou d'une livraison de titres, représentative d'une fraction de l'instrument financier objet de la transaction.

Ce dépôt fait l'objet d'une actualisation quotidienne au moyen d'appels de marge, soit débiteurs, si le risque s'accroît, soit créditeurs, s'il diminue. Ce mécanisme de garantie est identiquement mis en œuvre par l'adhérent de la chambre à l'égard de son donneur d'ordres (9).

Depuis la loi MAF, les droits des adhérents et de la chambre sur les sommes qui leur sont remises à titre de dépôt de garantie ont été explicités : ces dépôts sont transférés en pleine propriété dès leur constitution aux fins de règlement. Aucun créancier d'un donneur d'ordres, d'un adhérent ou de la chambre ne peut se prévaloir d'un droit quelconque sur ceux-ci.

A l'instar de la jurisprudence relative au défaut d'appel de couverture par un prestataire de services d'investissement, il semble qu'un adhérent ne pourrait reprocher à une chambre de compensation de s'être abstenue de procéder à un appel de garantie contrairement à ces règles de fonctionnement, cette disposition étant édictée principalement en faveur de celui qui prend en charge l'opération.

En contre-partie de ces dépôts, la chambre comme ses adhérents sont engagés à garantir la bonne fin de l'opération.

En ce qui concerne la chambre, cela résulte directement de la prise en charge de l'opération. Cette prise en charge est déduite de l'article C 1.6.1, selon lequel «*pour les opérations donnant lieu à règlement et livraison, le règlement des capitaux et la livraison des titres s'effectuent par l'intermédiaire de la chambre de compensation, sauf exception*» et de l'article C 1.9.1 des règles de fonctionnement de Clearnet, selon lequel «*Clearnet garantit aux adhérents compensateurs la bonne fin des transactions enregistrées en leur nom, sous réserve de l'exécution de leurs propres obligations*».

En ce qui concerne les adhérents, ils sont doublement garants. Ils le sont d'abord à l'égard des donneurs d'ordre. L'article 48-I de la loi MAF, repris aux articles 4-2-31 du règlement général du CMF et C 1.4.3 des règles de fonctionnement de Clearnet, dispose ainsi que «*les chambres de compensation peuvent décider, de façon non discriminatoire, que leurs adhérents sont commissionnaires du croire à l'égard des donneurs d'ordres dont ils tiennent les comptes. L'obligation de du croire est obligatoire pour que les marchés d'instruments financiers puissent être reconnus marchés réglementés*». Cette garantie est assez théorique dans sa mise en œuvre dès lors qu'elle suppose la défaillance de la chambre de compensation elle-même (10). Les adhérents d'une chambre sont ensuite garants à l'égard de la chambre. Ils garantissent cette dernière de l'intégralité des obligations découlant des transactions inscrites au nom des tiers dans leurs comptes (11).

B. Responsabilité et sanction

La défaillance (12) du titulaire d'une position ouverte sur un marché peut intervenir avant ou lors de l'échéance. Le législateur a prévu la possibilité pour les chambres de compensation de conserver la couverture en cas de défaillance du donneur d'ordres, témoignant ainsi de sa volonté de sécurisation des systèmes de paiement. Ainsi, la loi MAF (13) a renforcé ce système protecteur et a précisé que les dépôts (de titres ou d'espèces) des donneurs d'ordres auprès des adhérents ou ceux des adhérents auprès de la chambre sont transférés en pleine propriété aux adhérents ou à la chambre ; ces remises en pleine propriété sont ainsi effectuées à titre de garantie pour tenir compte d'éventuelles défaillances. Toujours dans un souci de renforcer la sécurité, la chambre de compensation de Paris a souscrit un contrat d'assurance pour protéger son système de compensation contre les risques de défaillance de ses adhérents. L'objectif ainsi recherché est d'assurer la maîtrise des risques juridiques afférents à la survenance d'une faillite d'un participant à un système de paiement.

1. Défaillance du donneur d'ordres

Avant l'échéance, la défaillance du donneur d'ordres est généralement considérée comme intervenue en cas de non-paiement, dans les délais impartis, des dépôts de garantie, des marges débitrices ou des primes dues à son adhérent compensateur. De même, il peut s'agir d'une non-exécution à terme de ses obligations par le donneur d'ordres.

Lorsque le donneur d'ordres est défaillant avant l'échéance (donc dans le cadre des appels de marge),

l'adhérent doit liquider d'office ses positions ; ce dernier est d'ailleurs libre de fixer les conditions de cette liquidation, se mettant ainsi à l'abri de toute responsabilité à l'égard de son client défaillant.

À l'échéance, la défaillance résulte de l'impossibilité pour l'acheteur de payer le prix ou pour le vendeur de livrer. Dans cette dernière hypothèse, l'adhérent qui tient ses positions assure l'exécution de la garantie de bonne fin en livrant ou payant au lieu et place du défaillant. L'adhérent garantit ainsi la solvabilité de son client, le donneur d'ordres défaillant, à l'égard de la chambre de compensation. L'adhérent acquiert ainsi le dépôt de garantie que son client lui a versé, pour imputation de tous les débours nécessaires au traitement de la défaillance. En outre, le solde du dépôt de garantie est restitué au client après exécution des obligations de l'adhérent vis-à-vis de la chambre de compensation.

2. Défaillance de l'adhérent

La défaillance peut être également le fait de l'adhérent lui-même et fait l'objet de dispositions particulières. Il convient de traiter cette défaillance le plus rapidement possible afin que celle-ci n'affecte tout le système de compensation ; il s'agit également de protéger au mieux et au plus vite les intérêts des clients de l'adhérent défaillant.

Avant l'échéance, la défaillance de l'adhérent consiste en son impossibilité de régler, dans les délais impartis, les sommes appelées au titre des transactions enregistrées dans les comptes ouverts à son nom à la chambre de compensation. L'adhérent défaillant n'a donc pas respecté ses obligations relatives aux règlements des opérations ou aux couvertures ou garanties (14).

Conformément aux dispositions réglementaires (15), en cas de défaillance de l'adhérent, la chambre de compensation peut sans mise en demeure :

- suspendre l'enregistrement de toute nouvelle opération au nom de l'adhérent, non autorisée par la chambre ;
- liquider d'office, partiellement ou totalement, les engagements ou positions envisagés pour le compte propre de l'adhérent défaillant et celui des sociétés de son groupe qui ne peuvent prétendre au bénéfice de la garantie de bonne fin. Suite à la liquidation, la chambre de compensation procède à la compensation du reliquat de ses créances sur l'adhérent avec les couvertures ou garanties dont il disposait ;
- transférer les positions des clients et les garanties correspondantes des donneurs d'ordres liés par contrat à l'adhérent, chez un autre adhérent. Aucun délai n'est imposé pour le transfert des positions. Le transfert des positions et la reconstitution des couvertures peut également avoir lieu en cas de suspension de l'activité d'un adhérent par la chambre de compensation ou de retrait de la qualité d'adhérent ;
- se substituer à l'adhérent défaillant pour le règlement des capitaux et la livraison des titres, en cas de défaillance de l'adhérent constatée à la livraison. La chambre de compensation assure alors une garantie de bonne fin au lieu et place du défaillant.

Les opérations de règlement-livraison sont la suite logique du processus de compensation. Si la compensation simplifie l'exécution des obligations, elle laisse néanmoins subsister des obligations nettes de livrer et payer. Il revient, dans cette mesure, au système de règlement-livraison de procéder à l'exécution de ces obligations.

II Responsabilité et règlement-livraison

Dès la fin des années 1980, la Banque des règlements internationaux («BRI») s'est intéressée aux modalités d'extinction d'obligations de livraison de titres ou de règlement d'espèces. Les mécanismes compensatoires rendent les acteurs interdépendants de sorte que la défaillance de l'un d'eux peut mettre en péril la situation financière d'une multitude d'autres (16). En outre, toute transaction relativement à la livraison de titres en contrepartie d'un versement d'espèces fait peser sur chaque intervenant un risque de contrepartie, si ce dernier est amené à payer ou livrer sans avoir la certitude de recevoir simultanément ce qui doit lui revenir.

La France s'est dotée dès 1987 d'un système de règlement-livraison, appelé Relit (17), pour mettre un terme à un ensemble de transactions dont l'exécution était suspendue en raison de contestations sur les termes de celles-ci ou sur les modalités de leur exécution, puis d'un second en 1996, appelé RGV (18). Pour apprécier la responsabilité qui peut être engendrée par le fonctionnement de ces deux systèmes (B), il convient auparavant d'en décrire les principales caractéristiques (A).

A. Caractéristiques des systèmes de règlement-livraison

L'article 93-1 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 (la «Loi bancaire») définit un système de règlement-livraison comme «une procédure nationale ou internationale organisant les relations entre deux parties au moins, ayant la qualité d'établissement de crédit, d'institution ou d'entreprise visée à l'article 8, d'entreprise d'investissement ou d'adhérent à une chambre de compensation régie par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 ou d'établissement non résident ayant un statut comparable, permettant l'exécution à titre habituel, par compensation ou non, de paiements et [...] de la livraison de titres entre lesdits participants». En fait, il s'agit en pratique de systèmes informatiques reliés à des dépositaires centraux et/ou (19) à des systèmes de paiements de banques centrales qui imputent sur des comptes titres et espèces des instructions de débit et crédit de titres et d'espèces. Ces systèmes reposent sur trois principes : la simultanéité des opérations de dénouement et la normalisation de leurs délais (1) et l'irrévocabilité des instructions et du dénouement des opérations (2).

1. Simultanéité et normalisation des délais des dénouements (20)

Avant que le système Relit ne soit lancé, les intermédiaires boursiers n'étaient tenus à aucun délai particulier pour se livrer entre eux les titres ou les espèces. Chacun s'entendait avec sa contrepartie sur la date, chacun pouvant le cas échéant reporter cette date. Cette situation ayant conduit à l'apparition d'un très grand nombre de transactions jamais dénouées (21), les promoteurs du système Relit ont fixé à trois jours, à compter de la date de conclusion de la transaction conclue sur un marché réglementé et de son enregistrement dans le système de règlement-livraison, la date de dénouement (22). Ainsi, toute opération conclue sur un marché au comptant doit se dénouer trois jours après sa conclusion. En revanche, les

opérations conclues de gré à gré peuvent se dénouer à la date choisie par les parties (23).

La normalisation des délais s'est doublée de l'instauration d'un principe de simultanéité de la livraison des titres et de leur paiement corrélatif pour éradiquer tout risque de contrepartie. La simultanéité de la livraison des titres et de leur paiement repose sur l'idée qu'un participant d'un système de règlement-livraison ne peut être obligé d'exécuter son obligation si, dans le même temps, il n'est pas assuré de recevoir ce qui lui revient en contrepartie. Une telle assurance ne peut être donnée aux parties qu'en considération d'un contrôle a priori de la situation créditrice des comptes titres et espèces des vendeurs et acheteurs. Cet aspect du dénouement ne pose pas de difficultés spécifiques dès lors qu'une même entité tient les comptes titres et espèces : le contrôle est effectué simultanément et l'information est connue immédiatement. Il en va différemment lorsque les comptes titres et les comptes espèces sont tenus par deux entités distinctes. Tel est le cas en France, où les comptes titres sont tenus par Sico-vam SA alors que les comptes espèces sont tenus par la Banque de France (24). Deux problèmes se posent alors : comment assurer le contrôle simultané et comment assurer l'exécution simultanée (c'est-à-dire les crédits et débits aux comptes correspondants) ?

Ces difficultés ont été résolues spécifiquement pour le système de règlement-livraison Relit et pour le système RGV. Le système Relit procède au cours de la journée de dénouement à une pré-imputation des instructions de livraison, s'attachant seulement à s'assurer que les participants devant livrer des titres disposent de ceux-ci. Pour les versements espèces, il est procédé à une somme de tout ce qui doit être reçu et versé. A la fin de la journée, ce solde est présenté à la Banque de France. Si le participant dispose des fonds sur son compte central de règlement, l'ensemble des imputations sur les comptes titres est valide. Si le participant ne dispose pas des fonds suffisants, il est procédé à un retraitement de ses opérations au regard des fonds effectivement disponibles et sont seulement dénouées les opérations ne faisant pas apparaître une instruction de débit supérieure aux fonds disponibles. Le système RGV gère un pouvoir d'achat comprenant (i) une position espèces, (ii) des titres pouvant faire l'objet d'une collatéralisation et (iii) de garanties externes. La position espèces est constituée par le solde d'un compte ouvert en Banque de France et seulement dédié aux opérations dénouées par RGV. Sico-vam SA dispose d'un mandat émanant de la Banque de France pour passer les écritures de débit et de crédit sur ce compte résultant des opérations dénouées par RGV. Sico-vam SA est ainsi à même de contrôler la position titres et la position espèces des parties à une transaction et de permettre son dénouement dans les délais les plus brefs.

2. L'irrévocabilité des instructions et des dénouements

Les systèmes de règlement-livraison ne présentent d'intérêt que pour autant qu'ils aboutissent à l'extinction définitive des obligations qu'ils sont chargés d'éteindre. La sécurité juridique des participants, et donc de l'ensemble de la place financière, serait imparfaite si pour une raison ou une autre, les imputations auxquelles il était procédé pouvaient être annulées. Aussi, la BRI a très rapidement relevé que les systèmes de règlement-livraison devaient

reposer sur des fondements juridiques qui ne laissent pas la place aux contestations ou remises en cause.

Il est résulté de ce souci l'idée d'irrévocabilité des opérations dénouées. L'irrévocabilité consiste à accepter qu'aucun événement de quelque nature que ce soit puisse remettre en cause une étape de l'extinction des obligations des parties. Ce principe a été posé par la Directive européenne 98/26 du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres. Selon cette directive, la survenance d'une procédure de redressement judiciaire à l'encontre d'un participant à un système de règlement-livraison ne remet pas en cause les opérations dénouées le jour de survenance de cette procédure, à moins que le gérant du système ait eu ou ait dû avoir connaissance de cette procédure. En d'autres termes, la règle du «0» heure n'a pas vocation à s'appliquer aux systèmes de règlement-livraison (25).

Le droit français a fait une application de cette norme communautaire à l'article 93-1 de la Loi bancaire. Selon cette dernière disposition, les instructions qui ont acquis un caractère irrévocable dans un système de règlement-livraison, ainsi que les paiements et livraisons, ne peuvent être annulés en raison de la survenance d'une procédure prévue par les lois n° 84-148 du 1^{er} mars 1984 et 85-98 du 25 janvier 1985. Il convient à cet égard de distinguer les instructions de leur dénouement. L'irrévocabilité d'une instruction conduit à interdire à un participant de remettre en cause la prise en charge par un système de règlement-livraison de l'extinction de son obligation de règlement ou de livraison. Ce participant s'oblige au jour du dénouement, à livrer les titres ou virer les espèces. L'irrévocabilité du dénouement conduit à interdire que les écritures passées au crédit du compte titres de l'acheteur et du compte espèces du vendeur ne soient contrepassées pour quelque raison que ce soit. L'instant de cette irrévocabilité est fixé par les règles de fonctionnement des systèmes concernés et revêt à cet égard une importance essentielle (26).

B. Responsabilité dans le cadre de systèmes de règlement-livraison

On pourra écarter les hypothèses de mise en cause de la responsabilité des gérants des systèmes de règlement-livraison, non en raison de la moindre importance des difficultés qui pourraient survenir que du peu de probabilité de leur survenance. On notera cependant une décision du tribunal de commerce de Paris du 31 mai 1999 (27). Deux ordres de virement avaient été présentés le même jour sur le compte tenu par la Banque de France d'une banque mise en redressement judiciaire le même jour. Un virement avait été honoré, l'autre pas, la provision étant alors devenue insuffisante. La juridiction consulaire a reconnu la responsabilité de la Banque de France aux motifs que les considérations pratiques (concomitance de la présentation des deux ordres de virement) ne pouvaient conduire à un traitement différencié. La Banque de France aurait dû procéder à deux virements au prorata des montants de chacun d'eux.

Dans le cadre des systèmes de règlement-livraison, il convient de distinguer la responsabilité des participants du système (2) de celle des clients de ces mêmes participants (1).

1. La responsabilité des clients des participants

En principe, les clients des participants à un système de règlement-livraison ne sauraient encourir une responsabilité particulière en raison de la participation de leur prestataire de services d'investissement à un système de règlement-livraison. Aucune obligation ne peut être mise directement à leur charge.

Toutefois, l'irrévocabilité des instructions et des dénouements, liée à l'intermédiation du participant qui agit en son nom, oblige à une atténuation. En effet, agissant en son nom, le participant est seul engagé envers le système à régler des espèces ou à livrer des titres. De surcroît, l'irrévocabilité attachée aux instructions lui interdit de se prévaloir de la défaillance de son client. Quoi qu'il arrive, il devra payer ou livrer au jour du dénouement, à moins que la contrepartie de son client accepte d'enregistrer une opération en sens inverse avec une date de dénouement identique, de sorte que les instructions présentées le jour du dénouement s'annihilent. Il en résulte qu'un participant à un système de règlement-livraison peut être engagé à livrer des titres ou à verser des espèces alors que son client est défaillant à son égard (28).

Dans cette hypothèse, le participant ne disposait pas avant la loi MAF de protection particulière car les titres, comme les espèces, sont réputés appartenir au client, dès le transfert de propriété acquis au bénéfice de l'acheteur (29). La loi MAF a prévu une disposition protectrice des intérêts des intermédiaires : *«lorsqu'un intermédiaire procède au dénouement d'une opération par livraison d'instruments financiers [...] contre règlement d'espèces, en se substituant à son client défaillant, il peut se prévaloir des dispositions suivantes : il acquiert la pleine propriété des instruments financiers ou des espèces reçus de la contrepartie. Les dispositions de la loi n° 86-98 du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaire des entreprises ne font pas obstacles à l'application du présent article. Aucun créancier du client défaillant ne peut opposer un droit quelconque sur ces instruments financiers»* (30). Cette disposition a été reprise à l'article 47 bis alinéa 6 de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 (Loi de 1983) sur le développement des investissements et de la protection de l'épargne en ce qui concerne les opérations conclues sur un marché non réglementé (31) : *«Le client acquiert la propriété des instruments financiers s'il en a réglé le prix. Tant que le client n'a pas réglé le prix, l'intermédiaire qui a reçu lesdits instruments financiers en est le propriétaire»*.

Il en résulte que l'intermédiaire dispose de la meilleure garantie qui soit, à savoir la propriété des titres achetés pour le compte de son client défaillant. Tant que ce dernier n'honorera pas ses obligations à son égard, l'intermédiaire en conservera la propriété. La loi est silencieuse sur les conditions dans lesquelles l'intermédiaire pourrait céder les titres acquis pour le compte d'un client acheteur défaillant de manière persistante. Ledit intermédiaire devra convenir avec son client des conditions de vente des titres acquis dans ces conditions, notamment en termes de délai.

Il convient de souligner que la propriété acquise par le participant acheteur d'un client défaillant l'autorise de surcroît à utiliser ces titres en guise de garantie pour obtenir un pouvoir d'achat supplémentaire dans le cadre du système RGV. En effet, il résulte de l'article 47 bis alinéa 5 de la Loi de 1983 que le transfert de propriété résulte du dénouement

irrévocable de l'opération tel que fixé par les règles de fonctionnement du système. Le participant d'un client défaillant est alors en droit, dès cet instant, d'utiliser ces titres, notamment pour se procurer des espèces pour procéder au dénouement de l'opération. Le système RGV, qui gère un pouvoir d'achat propre à ce système, permet la remise en pension livrée automatique des titres au profit de la Banque de France, cette dernière créditant alors le compte du participant, ce qui peut lui permettre de dénouer effectivement l'opération sans avoir à avancer l'intégralité des fonds. Toutefois, cette pension livrée est dite conservatoire et doit être débouclée le soir du jour de sa mise en place.

2. La responsabilité du participant

Adhérent directement au système de règlement-livraison, le participant engage sa responsabilité toutes les fois où au jour du dénouement, son compte titres tenu par Sicovam SA, ou son compte espèces tenu par la Banque de France, n'est pas suffisamment créditeur. La défaillance d'un participant voit ses conséquences limitées par deux séries de protections. La première résulte de l'interposition d'une chambre de compensation dans le cadre de l'exécution de la négociation. Si tel est le cas, ce qui est automatique pour les transactions issues de marchés réglementés, et facultatif pour les transactions conclues de gré à gré, la chambre de compensation se substitue à chaque contrepartie de sorte que la défaillance d'un participant est supportée par la chambre. La seconde résulte de la simultanéité mise en œuvre dans le cadre du dénouement des transactions : la défaillance d'une contrepartie se limitera à ne pas recevoir ce qui était escompté et à conserver ce qu'on devait livrer (32).

La loi a envisagé la défaillance d'un participant sous un aspect temporaire et sous un aspect définitif.

L'article 47 ter de la Loi de 1983 s'est attaché à appréhender la situation temporaire du participant défaillant. Il est en effet précisé que *«le défaut de livraison ou de règlement constaté à la date et dans les conditions résultant des règles de place, ou à défaut, d'une convention entre les parties, délie de plein droit la partie non défaillante vis-à-vis de la partie défaillante, nonobstant toute disposition législative contraire»*. Cette disposition semble faire application de l'exception d'inexécution. Si la simultanéité mise en œuvre par le système de règlement-livraison met en œuvre pratiquement cette exception, l'article 47 ter lui donne une assise juridique. On a pu s'interroger sur l'utilité d'affirmer l'application de cette règle dans la mesure où même dans le cadre d'une procédure de redressement judiciaire, un administrateur ne pourrait exiger l'exécution d'un contrat sans exécuter les obligations de la partie en redressement judiciaire (33).

Si cette situation vient à perdurer et que la livraison n'intervient pas dans les délais prévus par les règles de place (34), l'article 47 bis alinéa 5 prévoit alors la résolution du transfert de propriété (35). Le participant acheteur doit alors contrepasser les titres inscrits au crédit du compte de son client et créditer son compte espèces des sommes débitées, augmentées de la pénalité infligée au défaillant. Dans cette hypothèse, le participant acheteur n'encourt aucune responsabilité à l'égard de son client du fait de la défaillance de la contrepartie. En revanche, le participant vendeur engagera sa responsabilité à l'égard du système et le cas échéant à l'égard de la chambre de compensation ou de sa contrepartie originale (pour les opérations de gré à gré non compensées). ■

(1) Nombreux sont les accords entre les différentes bourses européennes, à commencer par l'accord de Madrid de 1999 qui doit aboutir à l'unification de huit bourses européennes.

(2) Les établissements dépositaires centraux en fournissent un exemple par la création de liens entre eux afin de permettre à leurs adhérents de détenir, par l'entremise de leur dépositaire central national, des titres conservés chez un dépositaire central étranger.

(3) L'Avenir de l'intermédiation boursière en France, 1991.

(4) Pour une analyse de la compensation, voir Ph. Goutay, Le transfert de propriété des titres cotés, *Thèse Paris IX*, n° 310 et s., spé. n° 322 et s. ; voir aussi H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec 1998, n° 589 et s.

(5) P. Stéphan relève exactement l'importance primordiale de cette phase (cf. La Compensation, *Dictionnaire Joly Bourse et produits financiers*, n° 82).

(6) P. Stéphan, La compensation in La modernisation des activités financières, *Ed GLN Joly*, n° 471. C'est pourquoi, la loi MAF a prévu que les chambres de compensation devaient avoir le statut d'établissement de crédit (art. 47).

(7) Cf. article 8-2-2 du règlement général du Conseil des bourses de valeurs.

(8) La BCC a pour nom commercial Clearnet.

(9) La chambre peut ainsi contraindre ses adhérents à exiger de leurs donneurs d'ordres un dépôt de garantie (cf. article C 1.5.4 des règles de fonctionnement de la BCC).

(10) En ce sens, P. Stéphan, La Compensation, *Dictionnaire Joly*, n° 102.

(11) Article 48-II de la loi MAF.

(12) Sur la gestion de la défaillance du client ou de l'adhérent compensateur, voir P. Stéphan, La compensation, *Dictionnaire Joly* n° 102.

(13) Cf. article 49 de la loi de modernisation des activités financières.

(14) Cf. articles 4-2-23 (sur les fonctions des chambres de compensation) et 4-2-26 (sur les relations entre adhérents et donneurs d'ordre) du règlement général du CMF.

(15) Cf. article C 1-8-1 des règles de fonctionnement de la chambre de compensation.

(16) En effet, la compensation reposant globalement sur un jeu à somme nulle, la défaillance d'un des participants obligera les autres participants à la prendre en charge, sauf à exclure le défaillant.

(17) Règlement-Livraison de Titres.

(18) Relit Grande Vitesse.

(19) Les systèmes de règlement-livraison peuvent fonctionner en monnaie banque centrale (les paiements sont effectués sur des comptes tenus par une banque centrale) ou en monnaie commerciale (les paiements sont effectués sur des comptes tenus par des établissements de crédit traditionnels). La Sicovam, comme beaucoup de dépositaires centraux, fonctionne en monnaie banque centrale alors qu'Euroclear ou Cedel fonctionnent en monnaie commerciale.

(20) Le dénouement consiste à valider les imputations sur les comptes titres et espèces correspondant à la suite de la présentation d'instructions en ce sens. Il correspond à l'exécution proprement dite des obligations des parties.

(21) La somme totale des opérations non dénouées était de 45 milliards de francs en 1987.

(22) Ce délai a été allongé à 5 jours dans le cadre du marché à règlement mensuel.

(23) Jusqu'à 100 jours après la date de conclusion.

(24) Relit et RGV sont ainsi des systèmes fonctionnant en monnaie banque centrale.

(25) En principe, tout paiement effectué par une personne après l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire à son endroit doit être annulé. L'ouverture d'une telle procédure rétroagissant au début de la journée où le jugement est rendu, soit à «0» heure, tous les paiements effectués le jour même doivent être annulés et l'argent restitué à la personne mise en redressement judiciaire.

(26) Cette importance est d'autant plus primordiale que l'instant où l'irrévocabilité du dénouement est acquise fixe le moment du transfert de propriété des opérations conclues hors d'un marché réglementé (cf. article 47 bis alinéa 5 de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983).

(27) *Banque & droit* n° 69, janv./fév. 2000 p. 69.

(28) Cette situation n'a rien de particulier dès lors qu'il est fréquent qu'un participant n'assure pas la conservation des titres de son client : la veille du dénouement, il devra se les faire livrer par le conservateur, ce qui se produit parfois avec un peu de retard.

(29) Ceci explique que le commissionnaire acheteur ne dispose que d'un privilège sur les biens achetés pour le compte d'un donneur d'ordres : il n'en est pas propriétaire.

(30) Disposition insérée à l'article 47 ter de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983.

(31) Sur le sujet, voir Ph. Goutay, Le transfert de propriété des instruments financiers négociés hors d'un marché réglementé, *Mélanges AEDBF II*, p. 217.

(32) La situation peut toutefois être délicate puisque le non-dénouement d'une opération, notamment de vente, empêchera de récupérer des espèces qui devaient peut-être servir à l'acquisition d'autres titres. Le dénouement de cette acquisition peut alors être mis en suspens si le participant ne dispose pas d'espèces de remplacement.

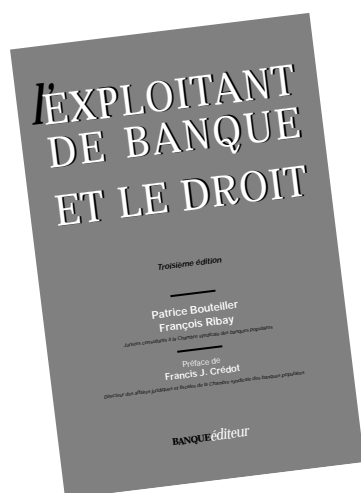
(33) Cf. H. Causse, Faillite et dématérialisation, *JCP E* 1993, Chron. n° 269, p. 394 n° 19.

(34) Ce délai est de 15 jours pour les transactions prises en charge par la chambre de compensation et 30 jours pour les autres.

(35) Le défaut de paiement n'est pas envisagé, s'agissant d'une situation extrême.

BANQUE *éditeur*

À PARAÎTRE EN MAI



L'exploitant de banque & le droit
3^e édition, Patrice Bouteiller et François Ribay

Un exploitant de banque travaille dans l'urgence avec ses clients, il est amené à se poser une multitude de questions juridiques. Il a donc besoin de réponses rapides, extrêmement pratiques et opérationnelles faites par un juriste du métier. C'est ce que propose cet ouvrage original puisqu'on ne trouve nulle part une compilation faite par des praticiens pour des praticiens parlant le même langage.