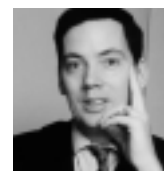


Chronique *financière* et *boursière*



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



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, Paris I

Disparition du marché du RM et création de l'OSRD : la fin d'une époque

Règlement général CMF, articles 4-1-35 et 4-1-35-1 : arrêté du 30 août 2000, JO du 8 septembre 2000 : Voir aussi «Droit des marchés financiers», *Litec*, 1998, n° 431 et suiv.

Le marché à règlement mensuel a été supprimé à la fin de la liquidation de septembre 2000, soit le 22 septembre 2000. Depuis le 25 septembre 2000, toutes les valeurs cotées sur les marchés de ParisBourse SA (Premier marché second marché, Nouveau marché et Marché libre) sont uniquement négociées au comptant. Cette disparition marque la fin d'une époque, celle où les investisseurs, petits ou gros, pouvaient bénéficier d'un «crédit» titres ou espèces «gratuit» durant tout le mois boursier. Le RM se caractérisait en effet par le fait que l'ensemble des négociations faites pendant le même mois boursier donnaient lieu à une comptabilisation unique le dernier jour de bourse du mois sur le compte du client acheteur ou vendeur par débit ou crédit des titres ou des espèces correspondants aux négociations réalisées, l'opération de règlement-livraison entre les intermédiaires financiers ayant lieu à ce même moment. La possibilité de ne constituer qu'une couverture partielle et l'effet de levier qui en résultait permettaient aux investisseurs d'effectuer de nombreux «allers-retours» dans la même liquidation, même en prenant des positions de ventes à découvert, augmentant de manière significative le volume traité sur ce segment de marché.

Si la presse à grand tirage et celle spécialisée se sont faites l'écho de cette disparition, parfois même en s'interrogeant sur son bien-fondé, celle-ci était cependant programmée de longue date (un rapport de la SBF évoquait déjà cette question en 1993), le rapprochement des différentes bourses en Europe sonnait le glas de cette spécificité française (11). En effet, la création d'Euronext en septembre 2000 prévoit la mise en place d'un carnet d'ordres unique uniquement sous forme d'un marché au comptant. Avant même la création d'Euronext, les travaux européens laissaient programmer cette disparition : le RM ne s'inscrivait pas dans les critères de convergence retenus dans le projet de modèle de marché adopté par huit bourses parte-

naires de l'Alliance européenne pour la création d'une bourse pan-européenne (12). Or, seule la place de Paris connaissait un mécanisme de règlement différé dans le temps. Dès lors, l'harmonisation des procédures de négociation impliquait la disparition du RM et la généralisation des opérations au comptant, ce qu'affirme l'article N.4.1.1 nouveau des règles de fonctionnement de ParisBourse. En conséquence, les dispositions relatives au RM sont supprimées, tant les règles de ParisBourse que dans celles du CMF.

Afin de permettre aux investisseurs qui le souhaitent de continuer à bénéficier d'un effet de levier, ParisBourse SA a institué une procédure particulière destinée à se substituer au Règlement mensuel : l'Ordre avec service de règlement sifféré (OSRD). L'OSRD permet à l'investisseur de différer le règlement-livraison de son opération à la fin du mois. A l'achat, ce mécanisme conduit le négociateur membre du marché à avancer les fonds à l'investisseur et à «porter» la position de ce dernier au dernier jour de bourse du mois. A la vente, le mécanisme est identique, le négociateur se chargeant de trouver les titres vendus par son client pour les livrer à J + 3 à l'acheteur en «portant» en fin de mois la position du vendeur, date à laquelle celui-ci livre les titres et est crédité du montant de la vente. La création du service à règlement différé s'accompagne de la création d'un marché centralisé de prêt-emprunt de titres afin de permettre aux intermédiaires financiers de pouvoir à tout moment emprunter ou prêter les titres dont ils peuvent avoir besoin pour satisfaire les demandes des investisseurs. Ce marché électronique des prêts de titres reprend les mécanismes techniques et juridiques du marché des reports. Il est ouvert aux membres de ParisBourse et fonctionne avec un fixing matinal. Il est garanti et compensé par la chambre de compensation de la Bourse de Paris, Clearnet SA. La mise en place de l'OSRD a été guidée par le double souci d'une part, de restreindre les modifications apportées aux systèmes techniques des intermédiaires financiers et de la Bourse de Paris et d'autre part, de concevoir un dispositif «transparent» pour le client au regard du marché du RM dont le mode de fonctionnement était connu.

Fonctionnement. Les règles de fonctionnement de l'OSRD résultent tant du règlement général du CMF (art. 4.1.35 notamment) que des règles de ParisBourse SA. L'ordre avec service de règlement différé est un ordre exécuté au comptant mais dont le règlement des espèces et la livraison des instruments financiers sont différés jusqu'au dernier jour de bourse du mois. Un tel ordre peut être transmis et exécuté jusqu'au jour dit de «liquidation générale» qui est le cinquième jour de bourse avant la fin du mois. La «période de liquidation» d'une liquidation finissante débute le jour de la liquidation générale et se termine le dernier jour de bourse du mois par la livraison des titres et le règlement des capitaux. La «liquidation» est le délai qui commence le quatrième jour de bourse avant la fin d'un mois et se termine le jour de liquidation générale du mois suivant. La «période de différé» est l'intervalle compris entre la date de négociation et le dernier jour de bourse du mois.

Dans le cas d'un ordre d'achat avec SRD, le client transmet son ordre au prestataire de services d'investissement qui retransmet cet ordre à un négociateur en bourse de son choix. Celui-ci exécute l'ordre d'achat au comptant sur le marché en faisant l'avance des espèces nécessaires à son règlement. Dès l'exécution de l'ordre, le négociateur devient propriétaire des instruments financiers qui lui sont livrés en contrepartie sur le marché, et ce pendant la période de différé. Le dernier jour de bourse du mois, le négociateur livre les instruments financiers au prestataire de services d'investissement et celui-ci règle les espèces. Simultanément, à cette même date, le prestataire de services d'investissement crédite les instruments financiers au compte de titres du client qui en devient propriétaire et débite son compte espèces du montant net de l'achat.

Dans le cas d'un ordre de vente avec SRD, le client transmet son ordre au prestataire de services d'investissement qui retransmet cet ordre à un négociateur de son choix. Celui-ci exécute l'ordre de vente au comptant sur le marché en faisant l'avance des instruments financiers qui en sont l'objet (et ce, en ayant recours au marché centralisé du prêt/emprunt de titres). Dès l'exécution de l'ordre, le négociateur devient propriétaire des espèces qui lui sont versées en contrepartie sur le marché, et ce pendant la période de différé. Le client demeure propriétaire des instruments financiers vendus entre la date de la vente et le dernier jour de bourse du mois si lesdits instruments financiers étaient inscrits à son compte de titre au moment de la vente. Dans le cas où la vente avec SRD porte sur des instruments financiers achetés avec SRD pendant la même liquidation, le client n'est pas propriétaire desdits instruments financiers. Le dernier jour de bourse du mois, le négociateur règle le montant de la vente au prestataire de services d'investissement et celui-ci livre les instruments financiers. Simultanément, à cette même date, le prestataire de services d'investissement crédite le compte espèces du client du montant net de la vente et débite son compte de titres des instruments financiers vendus.

Sous réserve de l'accord du prestataire de services d'investissement, le client peut pendant la période de différé effectuer plusieurs opérations d'achat ou de vente avec SRD sur les mêmes instruments financiers. Seul le solde de ces opérations est alors réglé et livré à la fin de la période de différé. Le client engagé par l'exécution d'un

OSRD peut, au plus tard le cinquième jour précédant la fin de la période de différé, faire proroger cet engagement dans les conditions et délais fixés par ParisBourse SA. La prorogation consiste, juridiquement, pour le titulaire, dans le cas d'un OSRD à l'achat, en une vente au comptant sur la liquidation finissante, liée à un nouvel achat avec SRD sur la liquidation suivante. Inversement, dans le cas d'un OSRD à la vente, la prorogation consiste en un achat au comptant sur la liquidation finissante, liée à une nouvelle vente avec SRD sur la liquidation suivante. La prorogation d'un OSRD donne lieu, le dernier jour de la période de différé, au versement ou au prélèvement sur le compte espèces du client, par le prestataire de services d'investissement pour le compte du négociateur, d'une somme représentant la différence entre la valorisation de la position au cours de négociation et sa valorisation au cours de prorogation, tel que défini par ParisBourse SA.

Les instruments financiers concernés sont ceux désignés par les règles de marché. En cas d'offres publiques (OPA, OPE ou OPR), ou lorsque les conditions du marché l'exigent, ParisBourse SA peut suspendre le recours à la procédure de l'OSRD sur un instrument financier ou la supprimer définitivement. L'acceptation d'un OSRD implique de la part du négociateur qu'il fasse, selon le cas, une avance d'espèces ou de titres. En raison du risque de crédit qu'il supporte, ou de l'impossibilité de se procurer les instruments financiers nécessaires, le négociateur, de même que le prestataire de services, peut refuser à ses clients un OSRD d'achat comme un OSRD de vente.

La participation du client aux opérations sur titres achetés ou vendus avec SRD ou l'indemnisation des droits détachés de ces titres sont déterminées par ParisBourse SA. En particulier, lorsqu'un détachement de dividendes intervient pendant la période de différé, l'acheteur en OSRD ne peut bénéficier de l'avoir fiscal dans la mesure où il n'est propriétaire des titres qu'à la fin de la période de différé.

En application des règles édictées par le CMF, le prestataire de services d'investissement exige du client la constitution d'une couverture, en espèces et/ou en instruments financiers. Le client autorise une fois pour toutes la banque à virer les sommes correspondant à chaque opération de tout compte espèces créditeur ouvert chez elle à son nom, à un compte spécial, indisponible et non productif d'intérêts (l'analyse juridique de cette couverture fera l'objet d'un prochain commentaire dans le cadre de cette chronique).

Couverture des OSRD. La création de l'OSRD conduit à aménager les conventions de comptes titres conclues entre les intermédiaires et leurs clients. Dans le modèle préparé par l'AFB, il est prévu que le prestataire de services d'investissement peut vendre ou faire racheter, dans un délai de N jours après éventuellement mise en demeure, les instruments financiers affectés en couverture, en quantité suffisante pour couvrir les sommes dues par le client au titre de ses OSRD. Le prestataire de services d'investissement est seul juge du choix des instruments financiers à réaliser. En cas de couverture en instruments financiers, les conventions de comptes titres des prestataires de services d'investissement prévoient également qu'en cas de vente ou de rachat d'instruments financiers, le prestataire de services d'investissement pourra s'appli-

quer le prix de vente ou le montant du rachat à concurrence des sommes qui lui seront dues. Ces mêmes conventions prévoient de même qu'en cas de couverture en espèces, le paiement est opéré par voie de compensation entre le montant des sommes dues au prestataire de services d'investissement au titre des OSRD du client et les sommes constituant la couverture. Ces conventions mentionnent également une obligation de couverture minimum en prévoyant que le client s'engage à maintenir constamment une couverture globale disponible et suffisante pour satisfaire aux dispositions réglementaires précitées. Faute du respect de cette règle, le PSI a le droit d'opérer, à son choix, sur les engagements d'OSRD du client, sans qu'il soit besoin d'une autre mise en demeure préalable, les réductions nécessaires pour retrouver une couverture suffisante.

Analyse de l'OSRD. La création de l'OSRD conduit à s'interroger sur sa qualification dans la mesure où les textes le régissant sont muets sur celle-ci, ceux-ci se limitant logiquement à en décrire le seul fonctionnement (13). L'OSRD se caractérise par une opération unique à deux branches indissociablement liées : dans le cas simple d'un OSRD passé entre un investisseur et un membre du marché, la première branche est constituée par l'opération effectuée entre le donneur d'ordres et le membre du marché, l'autre entre celui-ci et le marché lui-même. Dans la situation la plus courante où l'ordre de bourse est passé par un investisseur auprès de sa banque, cette relation se complète par une autre entre le client et celle-ci dans la mesure où cette dernière agit en qualité d'intermédiaire collecteur d'ordres au titre d'un mandat de transmission d'ordres de bourse compte tenu de l'absence de sa qualité de membre du marché. Chacune de ces opérations n'est qu'une branche de l'OSRD, un peu comme pour la pension-livrée qui est un achat/vente au comptant et une vente/achat à terme liés de manière indissociable. Or, si ce point semble acquis par les promoteurs de la réforme, force est de constater que les textes régissant l'OSRD ne sont pas d'une grande clarté dans la mesure où il n'est nul part affirmé ce caractère unitaire.

Il reste toutefois à s'interroger sur la nature de cette opération, et notamment de la première branche de l'opération. S'agit-il d'un contrat de commission ou d'une acquisition fiduciaire à titre de garantie ? Les conséquences liées à cette qualification ne sont pas neutres dans la mesure où elles détermineront la nature de la couverture exigée par l'intermédiaire financier auprès de son client ainsi que le régime juridique de chacune des deux opérations constituant l'OSRD. Nous tenterons d'y répondre lors d'une prochaine chronique.

(11) Le rapprochement des bourses européennes n'est toutefois pas la seule raison. Depuis le milieu des années quatre-vingt, c'est-à-dire depuis l'internationalisation de la Bourse de Paris, de nombreux projets avaient envisagé la suppression du RM. En effet, celui-ci souffrait de deux critiques principales : une incompréhension de la part des investisseurs étrangers, toujours plus nombreux et souhaitant une harmonisation des pratiques de marché au niveau international, et une certaine réticence de la part des back-offices des établissements bancaires à réseau.

(12) Ce projet vise à rapprocher techniquement les huit principales bourses européennes en retenant le modèle de marché gouverné par les ordres sous forme d'un marché au comptant avec présence d'une chambre de compensation, et ce sans tenir compte des alliances capitalistiques qui peuvent intervenir entre telle ou telle.