Contrôle de la provision des comptes par les prestataires de services d'investissement : analyse des rapports adressés au Conseil des marchés financiers en 2003

INTRODUCTION

RAPPEL DU CADRE RÈGLEMENTAIRE

En application de l'article 7-1-8 de son règlement général[1], le Conseil des marchés financiers avait, par un courrier daté du 31 janvier 2003, demandé aux prestataires habilités de lui adresser, avant le 30 septembre 2003, un rapport portant sur le contrôle du respect des règles de couverture des positions et des engagements des donneurs d'ordres en vigueur sur les marchés réglementés. Ces règles étaient alors celles posées par le règlement général et les décisions du Conseil des marchés financiers, ainsi que par les règles de la chambre de compensation portant sur les opérations réalisées sur les marchés français.

PÉRIMÈTRE DE L'ÉTUDE

Cette demande a été adressée par le Conseil des marchés financiers à l'ensemble des prestataires habilités hors sociétés de gestion, soit 556 établissements.

Le nombre de rapports reçus s'est élevé à 369, soit un taux de réponse proches des deux tiers.

PRINCIPALES CONCLUSIONS

La synthèse de ces rapports est présentée ci-après.

Parce que les dispositions qui régissent ces activités sont différentes, il a été choisi de traiter distinctement les activités des prestataires sur les ordres stipulés à règlement différé (ordres SRD), puis celles sur les instruments financiers à terme cotés sur un marché réglementé, enfin celles sur les valeurs mobilières négociées au comptant. Ces trois types d'activité sont examinés selon les axes proposés dans le courrier adressé aux prestataires : le contrôle de la provision des comptes d'instruments financiers et/ou espèces lors de la prise d'ordre, le contrôle de la couverture des engagements tout au long de la vie de l'ordre, la contractualisation des relations et enfin les procédures prévues en cas de défaut de provision ou d'insuffisance de couverture.

Sont exclues du périmètre du présent rapport les activités de commercialisation d'OPCVM qui ne relèvent pas des textes édictés par le Conseil des marchés financiers qui avait initié cette démarche avant la création de l'Autorité des marchés financiers.

A titre liminaire, il est rappelé que le règlement général et les décisions générales du CMF ont été intégrées dans le règlement général de l'AMF, homologué par l'arrêté du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, publié au Journal officiel le 24 novembre 2004. Le texte qui suit fait référence aux articles du règlement général de l'AMF, et rappelle, en notes de bas de pages, les articles abrogés du règlement général du CMF.

1 Dorénavant article 142-3 du règlement général de l'AMF.

1. LE TRAITEMENT DES ORDRES STIPULÉS À RÈGLEMENT DIFFÉRÉ

Les principaux textes qui régissent la couverture des ordres stipulés à règlement différé (OSRD) sont désormais[2] les articles 517-4 à 517-15 du règlement général de l'AMF[3].

Le premier enseignement qui peut être tiré de la lecture des rapports est que les ordres stipulés à règlement différé représentent une minorité d'ordres et ne concernent que la clientèle privée, et plus particulièrement la clientèle la plus expérimentée. La majorité des prestataires n'a généralement pas de politique de promotion active de ce service. Ainsi, les OSRD représentent en moyenne 2 % de la totalité des ordres traités par les clients des banques de détail et n'excèdent jamais 10 % de ces ordres.

1.1. LES CONTRÔLES DE COUVERTURE À LA PRISE D'ORDRES

En application des textes mentionnés ci-dessus, la responsabilité du contrôle de l'existence de la couverture au moment de la passation de l'ordre par le client incombe au prestataire habilité qui reçoit cet ordre en vue de sa transmission au marché ou à un tiers chargé de l'exécuter.

Il s'agit du nature des contrôles mis en œuvre par les prestataires de services d'investissement dépend-elle principalement de leur mode d'intervention vis-à-vis de leurs donneurs d'ordres.

1.1.1. Les prestataires agissant en qualité de récepteurs-transmetteurs d'ordres teneurs de compte-conservateurs

Ces prestataires sont couramment appelés "collecteurs d'ordres".

Il s'agit du mode d'intervention le plus répandu : c'est notamment celui de l'ensemble des banques de détail vis-à-vis de leur clientèle, ainsi que de certains courtiers en ligne[4] (les autres agissant en qualité de simples récepteurs-transmetteurs d'ordres).

2 Anciennement article 4-1-35-1 du règlement général du CMF et décision n° 2000-04 du CMF.

3 " … le prestataire habilité qui reçoit un ordre comportant le service de règlement et de livraison différés ne peut accepter un tel ordre de la part de l'investisseur que s'il obtient de celui-ci la constitution d'une couverture soit dans ses livres, soit dans les livres du teneur de compte-conservateur s'il n'assure pas lui-même cette fonction.

Le prestataire habilité qui ne tient pas le 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.

Les prestataire habilité assurant la tenue de compte conservation du client est soumis aux dispositions de la présente section.

Le prestataire habilité est soumis aux règles relatives à la constitution et à la composition de la couverture exigée des clients définies dans une instruction de l'AMF.

La couverture est calculée en pourcentage des positions et selon la nature des actifs. Elle est fixée au minimum à 20 %.

Les taux mentionnés dans l'instruction précitée constituent des taux minimaux. Pour tout client, le prestataire habilité a la faculté d'exiger des taux supérieurs.

Lorsque le donneur d'ordre n'a pas, dans le délai requis, constitué ou complété la couverture ou rempli les engagements résultant de l'ordre exécuté pour son compte, le prestataire habilité procède à la liquidation partielle ou totale de ses engagements ou positions.

L'AMF peut, en tant que de besoin, fixer, de manière temporaire ou permanente, de règles de couverture plus strictes pour un instrument financier ou un marché déterminé. "

N.B. : l'instruction de l'AMF mentionnée ci-dessus (article 517-4 du règlement général de l'AMF) n'est pas encore parue à ce jour.

4 Anciennement décision n° 99-07 du CMF. dans ce document, le terme courtier en ligne désigne les prestataires dont l'activité principale consiste à offrir à une clientèle privée les services de réception-transmission d'ordres ou d'exécution d'ordres de bourse comportant une réception des ordres par internet.

Tous les prestataires intervenant en qualité de "collecteurs d'ordres" ont indiqué dans leur rapport mettre en œuvre ce contrôle *a priori*. En revanche, le degré d'automatisation, et donc de fiabilité de ce contrôle, est très variable en fonction des canaux de passation des ordres utilisés.

Si, d'une façon générale, les filières automatisées de passation d'ordres semblent bien sécurisées, les filières traditionnelles sont soumises à des contrôles manuels sur la base d'outils souvent artisanaux :

- l'ensemble des prestataires offrant un service de réception-transmission ou d'exécution d'ordres de bourse comportant une réception des ordres par Internet dispose, en application du premier alinéa de l'article 321-62 du règlement général de l'AMF[5], d'un système appelé "centrale de couverture" qui assure ce contrôle. Ces systèmes sont interfacés avec les applicatifs de comptabilité espèces et titres. Ils permettent de gérer, en temps réel, un carnet d'ordres et des positions mis à jour en temps réel de l'ensemble des évènements affectant le compte des clients, et de calculer, à chaque fois qu'un nouvel ordre est passé, le besoin de couverture total du client, de le comparer au pouvoir d'achat correspondant et de bloquer les ordres qui sont à l'origine d'une insuffisance de couverture.

  La quasi-totalité des banques de détail offrent à leur clientèle la faculté de passer des ordres *via* ce canal, qui, lorsqu'il existe, attire les trois quarts des ordres stipulés à règlement différé. Certains prestataires orientent les clients qui traitent de tels ordres vers ces filières automatisées, ce qui semble être de bonne pratique ;

- toutefois, à côté de ce canal, subsistent des filières de passation d'ordres pour lesquelles les contrôles de couverture restent le plus souvent manuels. Ces filières constituent encore parfois, pour les plus petits établissements, le seul canal de passation d'ordres possible. Ainsi, la lecture des rapports a montré que les systèmes de saisie et de routage d'ordres disponibles dans les agences bancaires ne disposaient d'un système de contrôle automatisé des couvertures que dans 50 % des cas.

Compte tenu de la complexité des calculs de couverture sur les ordres stipulés à règlement différé, de telles procédures doivent être réservées aux établissements qui ne traitent que de très petites quantités de tels ordres.

Il est courant que les prestataires qui disposent d'une centrale de couverture au titre de la passation d'ordres par Internet connectent tous les systèmes de passation d'ordres à distance de leur établissement (minitel, centre d'appels téléphoniques) à cette centrale, ou bien encore instaurent comme règle interne l'obligation de faire transiter la totalité des ordres reçus, quel qu'en soit le canal, par ce système. Cette pratique ne peut qu'être recommandée puisque, en plus d'assurer le même niveau de sécurité aux ordres parvenant par ces autres canaux qu'à ceux passés par Internet, elle assure l'exhaustivité des enregistrements dans ce système, faute desquels les contrôles deviennent inopérants.

5 Anciennement article 10 de la décision n° 99-07 du CMF : " Lorsqu'il tient lui-même le compte d'espèces et d'instruments financiers de son client, le prestataire habilité doit disposer d'un système automatisé de vérification du compte. En cas d'insuffisance des provisions et des couvertures, le système doit assurer le blocage de l'entrée de l'ordre. Le client est avisé, à la lecture de l'écran, des raisons du blocage et il est appelé à régulariser sa situation. Lorsque le prestataire ne tient pas lui-même le compte d'espèces et d'instruments financiers du client, sauf cas particulier dont le prestataire doit pouvoir justifier à la demande de l'AMF, il applique les dispositions prévues au premier alinéa en liaison avec le prestataire teneur de compte. "

Un prestataire a indiqué que son contrôle de couverture consistait à s'assurer que la somme des engagements SRD de ses clients n'excédait pas un montant total paramétré par lui pour chaque client. L'Autorité des marchés financiers rappelle aux prestataires de services d'investissement qu'un tel dispositif ne saurait se substituer au contrôle de couverture des ordres stipulés à règlement différé tel que prescrit par les articles 517-4 à 517-15 du règlement général de l'AMF[6].

1.1.2. Les prestataires agissant en qualité de récepteurs-transmetteurs d'ordres non teneurs de compte-conservateurs

En application de l'article 517-5 du règlement général de l'AMF : "*Le prestataire habilité qui ne tient pas le 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*".

L'intervention d'un prestataire de services d'investissement en qualité de récepteur-transmetteur d'ordres se rencontre fréquemment dans la population des courtiers en ligne qui transmettent des ordres pour le compte d'une clientèle essentiellement constituée de particuliers. Le reste de la population des récepteurs-transmetteurs d'ordres "purs" travaille avec une clientèle principalement constituée d'institutionnels ou, dans une moindre mesure, d'émetteurs, et qui ne passe que très marginalement des ordres stipulés à règlement différé.

En application du second alinéa de l'article 321-62 du règlement général de l'AMF[7], pour ce qui est de la population des courtiers en ligne, le processus de contrôle de couverture s'opère exactement de la même façon que pour les prestataires qui assurent également la tenue de compte-conservation de leurs clients, puisque ce contrôle est effectué par l'intermédiaire de la centrale de couverture qui intègre les informations en provenance du teneur de compte-conservateur. D'une façon générale, dans le cas des courtiers en ligne, le respect de l'ensemble des dispositions relatives aux couvertures et provisions des ordres des clients, quelle qu'en soit la nature, est assuré conjointement par le récepteur-transmetteur d'ordres et le teneur de compte-conservateur :

- contrôle *a priori* : le récepteur-transmetteur d'ordres vérifie la compatibilité de l'ordre sur la base d'un fichier adressé par le teneur de compte ;

- contrôle *a posteriori* : c'est le teneur de compte qui vérifie.

Si cette situation garantit l'efficacité des contrôles, l'Autorité des marchés financiers recommande, afin d'éviter les litiges, que les responsabilités et obligations de chacun soient clairement posées dans les conventions qui unissent ces prestataires.

6 Anciennement décision n° 2000-04 du CMF.

7 Anciennement second alinéa de l'article 10 de la décision n° 99-07 du CMF.

Les récepteurs-transmetteurs d'ordres qui transmettent ce type d'ordres pour le compte d'une clientèle composée d'institutionnels n'effectuent généralement pas ce contrôle lorsque ces institutionnels sont des prestataires habilités agissant en qualité de récepteurs-transmetteurs d'ordres de leurs clients (ils en sont parfois aussi les teneurs de compte-conservateurs).

1.1.3. Les prestataires agissant en qualité de négociateurs teneurs de compte-conservateurs

Ces prestataires interviennent dans deux configurations possibles :

- soit pour le compte de clients qui leur sont propres et leur transmettent directement leurs ordres : cette situation est assez marginale, les membres d'Euronext travaillant essentiellement pour le compte d'une clientèle professionnelle qui leur confie le seul service d'exécution d'ordres et ne conserve pas ses avoirs chez eux. A titre accessoire, ces négociateurs ont quelques clients qui, non seulement font exécuter leurs ordres, mais également font conserver leurs titres par leur intermédiaire : ces clients peuvent être des mutuelles, des émetteurs ou bien encore, plus rarement, des clients privés qui n'ont pas été confiés à une structure qui leur soit dédiée ;
- soit pour le compte de clients avec lesquels ils ne sont pas directement en relation : des clients conservés chez eux mais gérés par une société de gestion de portefeuille appartenant le plus souvent au même groupe, ou bien encore des clients communs avec des courtiers en ligne agréés pour le seul service de réception-transmission d'ordres.

Dans le premier cas, le processus de traitement des ordres est généralement manuel mais les prestataires opérant selon ce mode ont tous déclaré mettre en œuvre systématiquement un contrôle. Si cette clientèle est nombreuse, il existe des canaux de passation d'ordres plus automatisés sur lesquels des contrôles automatiques sont mis en place (cas de la clientèle privée).

Dans le second cas, c'est le plus souvent le récepteur-transmetteur d'ordres ou la société de gestion de portefeuille qui se charge de ce contrôle :

- si l'ordre est transmis au négociateur par la société de gestion agissant pour le compte de leur client commun, le gérant aura, selon les rapports, préalablement vérifié l'existence de la couverture au compte du client. Pour ce faire, il dispose le plus souvent (c'est en tout cas courant lorsque négociateur et société de gestion font partie du même groupe), d'un accès à distance aux informations sur les avoirs en espèces et en instruments financiers détenus par ses clients chez le négociateur. Ce premier contrôle est parfois doublé d'un second qui est opéré par le négociateur teneur de compte-conservateur. Cependant, dans le cas où la société de gestion lui transmettrait un ordre groupé (c'est-à-dire dont la pré affectation n'est retracée que chez la société de gestion de portefeuille), le négociateur n'a pas les moyens d'effectuer un tel contrôle puisqu'il ne reçoit l'affectation des ordres aux comptes individuels des clients qu'après leur exécution. Pourtant, en application des textes, c'est lui qui est tenu d'effectuer ce contrôle. L'Autorité des marchés financiers recommande donc de formaliser au sein d'une convention, la délégation de ce contrôle par le négociateur à la société de gestion de portefeuille ;

- si l'ordre est transmis par un récepteur-transmetteur d'ordres qui reçoit les ordres de sa clientèle par Internet, le contrôle de couverture est effectué, conformément à l'article 321-62 du règlement général de l'AMF[8], par la centrale de couverture qui, chez le récepteur-transmetteur d'ordres, contrôle les ordres reçus des clients avant leur transmission pour exécution au négociateur. Ceci est également conforme aux articles 517-4 à 517-15 du règlement général de l'AMF[9].

1.1.4. Les prestataires agissant en qualité de négociateurs non teneurs de compte-conservateurs

Les principaux cas décrits dans les rapports correspondent à ceux de négociateurs qui exécutent des ordres pour le compte d'établissements financiers agissant en qualité de récepteurs-transmetteurs d'ordres (banques de réseau agissant également en qualité de teneurs de compte-conservateurs ou bien récepteurs-transmetteurs d'ordres purs : courtiers en ligne), ou bien encore qui exécutent les ordres "directs" de sociétés de gestion dont les avoirs des clients ne sont pas déposés chez eux.

- Dans le premier cas, le négociateur peut, en application de l'article 517-5 du règlement général de l'AMF[10], s'abstenir de procéder au contrôle de la couverture sur le compte du client. Cet article prévoit en effet que : *"... le membre d'un marché réglementé qui ne tient pas le compte d'un client est dispensé de vérifier la constitution d'une couverture lorsque l'ordre lui est adressé par un prestataire habilité agissant en qualité de récepteur-transmetteur d'ordres"*. Il est cependant rarement procédé au contrôle de cette qualité de récepteur-transmetteur d'ordres alors même que le statut de l'établissement client lui permet d'intervenir soit en cette qualité, soit en son nom propre. Certains prestataires incluent dans la convention qu'ils signent avec ce type de clients, une clause par laquelle ces derniers s'engagent à ne transmettre que des ordres pour le compte de leurs propres clients donneurs d'ordres, et à vérifier l'existence d'une couverture suffisante préalablement à leur transmission vers le négociateur. Une telle pratique est recommandée par l'Autorité des marchés financiers. D'autres prestataires demandent également à leurs clients de leur communiquer leurs procédures de contrôle des couvertures, ce qui va au-delà des exigences de la réglementation.

Une autre difficulté d'application de l'article 517-15[11] porte sur la notion de *"prestataires habilités"* : cette catégorie n'inclut, en effet, pas les établissements financiers non-résidents qui ne peuvent donc pas bénéficier de la dérogation prévue à cet article ; aussi, les prestataires amenés à exécuter des ordres stipulés à règlement différé pour le compte de ces établissements doivent-ils appeler auprès d'eux des couvertures.

8 Anciennement article 10 de la décision n° 99-07 du CMF.

9 Anciennement décision n° 2000-04 du CMF.

10 Anciennement article 2 de la décision n° 2000-04 du CMF.

11 Anciennement article 11 de la décision CMF n° 2000-04.

- Dans le cas d'ordres transmis par une société de gestion de portefeuille, celle-ci n'agit pas en qualité de récepteur-transmetteur d'ordres. Le négociateur devra donc, en application de l'article 517-5 du règlement général de l'AMF[12], et en vertu d'une convention qu'il aura signée avec le teneur de compte-conservateur des clients pour le compte desquels la société de gestion de portefeuille lui passe des ordres, vérifier l'existence de la couverture chez ledit teneur de compte-conservateur. En pratique, ce contrôle ne semble pas toujours mis en œuvre par les prestataires. Un prestataire a indiqué avoir ponctuellement circularisé ses clients sociétés de gestion de portefeuille afin qu'ils lui confirment avoir contrôlé l'existence de la couverture. Ce mécanisme n'est cependant pas conforme aux articles 517-4 à 517-15 du règlement général de l'AMF qui prévoient que le contrôle effectué auprès du teneur de compte-conservateur chez qui cette couverture est effectivement constituée.

Enfin, en cas de doute sur la qualité de leur donneur d'ordre, par exemple parce qu'il s'agit d'un nouveau client, certains prestataires adoptent comme solution par défaut d'appeler de sa part les couvertures requises, ce qui est en effet de bonne pratique.

1.1.5. Les prestataires agissant en qualité de teneurs de compte-conservateurs sans participer à la réception ou à la transmission de l'ordre

En dehors des cas décrits au paragraphe 1.1.2, des ordres parviennent par l'intermédiaire de courtiers en ligne. En pratique, cette situation se rencontre dans le cas des "ordres directs", c'est-à-dire des ordres passés à des négociateurs de leur choix, par des clients ou pour le compte de clients (cas des ordres passés par les sociétés de gestion de portefeuille pour le compte de leurs clients), sans que le teneur de compte-conservateur desdits clients ne joue le rôle de récepteur et/ou de transmetteur de ces ordres. Dans les faits, cette pratique est réservée à une clientèle composée d'institutionnels.

Dans ce cas, le teneur de compte-conservateur n'a pas les moyens d'effectuer le contrôle de l'existence de la couverture au compte du donneur d'ordre client, n'ayant pas connaissance des ordres avant leur exécution par le négociateur.

Aussi ce contrôle est-il du ressort du négociateur, qui, conformément à l'article 517-5 du règlement général de l'AMF[13], devra établir une convention avec le teneur de compte-conservateur qui en prévoira et définira les modalités.

1.1.6. Les ordres transmis aux prestataires par un mandataire exclusif

Plusieurs rapports font état de l'abandon de ce mode de fonctionnement qui semble désormais assez peu répandu.

L'article 312-1 du règlement général de l'AMF[14] prévoit que l'activité du mandataire s'exerce dans le cadre et sous la responsabilité du prestataire mandant. En pratique, s'agissant en particulier du contrôle des couvertures des ordres stipulés à règlement différé des clients, cela signifie que quelles que soient les conventions existantes en la matière entre mandataire et mandant, ce dernier devra répondre des contrôles effectués.

12 Anciennement article 2 de la décision n° 2000-04 du CMF : "Le prestataire habilité qui ne tient pas le 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.".

13 Anciennement article 2 de la décision n° 2000-04 du CMF.

14 Anciennement 1° alinéa de l'article 2-1-3 du CMF.

Dans les faits, il semble que les mandants confient généralement ces contrôles à leurs mandataires, parfois en relation avec leurs propres services s'ils sont également teneurs de compte-conservateurs, et effectuent un contrôle systématique de second niveau ou bien encore un audit régulier de l'activité de ces mandataires. Cette pratique est recommandée par l'Autorité des marchés financiers.

1.1.7. Les prestataires agissant en qualité de compensateurs pour le compte d'une clientèle de négociateurs purs

Ces prestataires ne sont pas concernés par les ordres stipulés à règlement différé, cette faculté de règlement/livraison différés étant consentie par le négociateur à son client. Ils le sont toutefois indirectement par l'incidence que peut avoir, sur leur activité, l'existence fréquente de positions débitrices en titres sur les comptes "maison" de leurs clients négociateurs, à la suite de l'exécution d'ordres de vente SRD de leurs donneurs d'ordres qui n'ont pas été couverts par des emprunts de titres (voir paragraphe 3.3).

1.1.8. Les prestataires intervenant pour compte propre

Il ressort de la lecture des rapports qu'aucun prestataire ne réalise d'opérations stipulées à règlement différé pour son compte propre.

1.1.9. Les ordres transmis *via* des terminaux délocalisés

La très grande majorité des prestataires a indiqué ne pas traiter d'ordres stipulés à règlement différé *via* des terminaux délocalisés.

Un cas a été identifié dans lequel le négociateur recevant les ordres était également teneur de compte-conservateur des clients donneurs d'ordres pour lesquels ces ordres étaient passés et avait mis en place, à l'entrée de son carnet d'ordres, un outil de contrôle automatique de l'existence de la couverture sur le compte du client. Dans ce cas, négociateur et utilisateur de l'écran délocalisé appartenaient à un même groupe, le second étant une société de gestion de portefeuille, et le premier agissant en qualité de négociateur et teneur de compte-conservateur de leurs clients communs. Cette procédure semble satisfaisante.

1.2. Le contrôle permanent de la couverture des engagements

1.2.1. Le prestataire chargé du contrôle permanent de l'existence de la couverture sur le compte des clients

Pour les ordres stipulés à règlement différé, si le contrôle de l'existence de la couverture au compte du client donneur d'ordre au moment de la passation de l'ordre est à la charge du récepteur-transmetteur d'ordres, celui du maintien, à tout moment, d'une couverture correspondante aux engagements des clients, est du ressort du teneur de compte-conservateur (article 517-5 du règlement général de l'AMF[15]).

En pratique d'ailleurs, la lecture des rapports a montré que, sauf de rares exceptions, c'est bien ainsi que les prestataires travaillent.

15 Anciennement second alinéa de l'article 2 de la décision n° 2000-04 du CMF : "Le prestataire habilité assurant la tenue de compte conservation du client est soumis aux dispositions de la présente section".

Parmi ces exceptions, on trouve notamment le cas des courtiers en ligne agréés pour le seul service de réception-transmission d'ordres et faisant appel à un ou deux autre(s) prestataire(s) de services d'investissement pour fournir à leurs clients les services d'exécution d'ordres et de tenue de compte-conservation.

Dans ce cas, l'outil utilisé pour assurer le suivi en stock des couvertures des clients est le même que celui utilisé pour assurer ce suivi sur les flux d'ordres : il s'agit de la "centrale de couverture" décrite au paragraphe 1.1.1. Cet outil, bien qu'alimenté par des informations en provenance du teneur de compte-conservateur, est géré par le récepteur-transmetteur d'ordres. Aussi la lecture des rapports a-t-elle montré que l'ensemble des courtiers en ligne, qu'ils soient ou non-teneurs de compte-conservateur, effectuaient quotidiennement ce suivi de l'existence d'une couverture suffisante sur le compte de leurs clients. Tous sont d'ailleurs dotés d'un service de suivi des risques clients dont la tâche consiste à analyser ces risques et à s'assurer que des actions correctrices sont entreprises en tant que de besoin. Parmi les pratiques intéressantes en matière de suivi de ces risques, on trouve : un examen particulièrement attentif (à l'aide d'un état *adhoc*) de la situation des clients détenant les engagements les plus importants, de ceux détenant les positions les plus importantes sur les valeurs les plus volatiles, ainsi que le suivi particulier des prorogations de positions. Ainsi, dans le cas particulier de la réception-transmission d'ordres par Internet, le suivi en stock des couvertures incombe également au récepteur-transmetteur d'ordres, le teneur de compte-conservateur effectuant ses propres contrôles de son côté, parfois à l'aide des états d'anomalies transmis par le récepteur-transmetteur d'ordres. Comme indiqué au paragraphe 1.1.2 ci-dessus, il convient dans ce cas de veiller à la correcte définition, dans les conventions, des rôles et responsabilités de chacun dans ces contrôles. Dans les cas autres que celui de la réception des ordres par Internet, et conformément à l'article 517-5 du règlement général de l'AMF[16], c'est bien le teneur de compte-conservateur des clients qui se charge du contrôle de l'existence permanente d'une couverture suffisante sur le compte des donneurs d'ordres.

Dans une majorité de cas, ce contrôle est quotidien et est effectué le lendemain de la journée de bourse au titre de laquelle ces couvertures sont calculées, sur la base d'un état de calcul des insuffisances de couverture produit automatiquement. Dans certains établissements, cet état fait l'objet d'un second contrôle réalisé par une personne ayant des responsabilités hiérarchiques élevées, ce qui est une procédure recommandée par l'Autorité des marchés financiers. Dans les banques mutualistes, ce second contrôle est généralement assuré par l'organe central. Certains de ces systèmes peuvent être activés à la demande, en cours de journée, en cas par exemple de forte volatilité sur les marchés. Un nombre significatif de prestataires, notamment la majorité des banques de détail (60 % environ), n'effectuent ces calculs que manuellement. Dans ce cas, il est possible de douter de l'efficacité d'un tel contrôle, d'autant que, du fait de sa complexité, il est alors effectué moins souvent. Quelques établissements n'effectuent ce contrôle qu'une fois par mois boursier, ce qui est notoirement insuffisant. Il est vrai que ceux-ci ont généralement une politique de restriction de l'accès au service de règlement livraison différé à ceux de leurs clients leur semblant les plus expérimentés et les plus fortunés, et que nombreux sont ceux qui ont prévu un renforcement important de leurs procédures en la matière dans le courant de l'année 2004. En tout état de cause, un tel mode de suivi doit être réservé aux établissements qui ne suivent de la sorte que quelques clients en position sur le SRD.

16 Anciennement article 2 de la décision n° 2000-04 du CMF.

Dans le cas d'un teneur de compte-conservateur ayant, en application des articles 332-39 et 332-40 du règlement général de l'AMF[17], mandaté un tiers pour le représenter dans tout ou partie des tâches liées à son activité de tenue de compte-conservation ou qui a chargé ce tiers de mettre des moyens techniques à sa disposition, il convient de noter que c'est bien le mandant qui garde la responsabilité entière du correct suivi des couvertures sur les comptes de ses clients. C'est d'ailleurs lui qui généralement a le contact commercial avec le client. Il peut en revanche déléguer tout ou partie des travaux de suivi correspondants à son mandataire ou sous-traitant mais devra de toutes les façons, conformément à l'article 332-41 du règlement général de l'AMF[18], avoir *"procédé à l'évaluation des moyens et procédures mis en œuvre et des risques encourus"*. Toutefois, comme indiqué dans la synthèse des missions réalisées par le Conseil des marchés financiers sur la tenue de compte-conservation et publiée dans la revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers du mois d'octobre 2004[19] : *"Le teneur de compte-conservateur mandataire qui met à la disposition d'un teneur de compte-conservateur mandant un système de contrôle de la couverture des ordres avec service de règlement et de livraison différés ne saurait néanmoins s'exonérer de toute responsabilité au regard de l'application des dispositions prévues par les articles 517-4 à 517-15 du règlement général de l'AMF[20]".*

1.2.2. Les modalités de constitution des couvertures

En pratique, la constitution de la couverture n'est pas matérialisée par un quelconque enregistrement comptable sur un compte de gage, mais s'effectue uniquement par un suivi extra comptable des titres et des espèces en solde sur le compte du client sur lequel sont enregistrées les transactions sur instruments financiers. Ceci n'appelle pas de commentaire au regard des articles 517-4 à 517-15 du règlement général de l'AMF[21] qui ne prévoient pas de dispositif particulier à cet égard.

Les prestataires devront néanmoins veiller à ne pas retenir ces mêmes actifs pour couvrir d'autres types d'engagements (sur instruments financiers à terme par exemple). A cet égard, l'enregistrement de ces avoirs sur un compte distinct du compte ordinaire du client et/ou l'existence d'une procédure de "blocage" des titres retenus en couverture constituent de bonnes pratiques.

La plupart des prestataires ont indiqué, dans leur rapport, exiger de leur clientèle une couverture supérieure au minimum réglementaire requis aux articles 517-4 à 517-15 du règlement général de l'AMF[22]. Ainsi de nombreuses banques de détail obligent leurs clients à couvrir leurs ventes SRD à 100 % par des avoirs en titres sous dossier.

Certains prestataires gèrent un double niveau d'alerte : le premier à un niveau supérieur au niveau exigé par la réglementation, et le second au niveau réglementaire. Un tel suivi permet d'exercer une surveillance rapprochée des clients à risques, d'anticiper auprès d'eux la nécessité de reconstituer la couverture de leurs engagements, et d'éviter que les clients maximisent l'effet de levier des systèmes à règlement différé au moment du passage de l'ordre. Ceci peut faciliter la gestion, au plan commercial, du débouclement des positions par le prestataire en cas d'insuffisance de couverture.

17 Anciennement articles 6-3-7 et 6-3-8 du règlement général du CMF.

18 Anciennement article 6-3-9 du règlement général du CMF.

19 Revue mensuelle n°7

20 Anciennement décision du CMF n° 2000-04.

21 Id.

22 Id.

Les outils de calcul des couvertures utilisés par les prestataires semblent cependant parfois présenter des insuffisances qui doivent être corrigées :

- un prestataire a déclaré que le système qu'il utilise ne lui permet pas d'exclure certaines valeurs, pourtant jugées trop volatiles, du portefeuille retenu dans le calcul de la couverture d'un client ;
- un autre a indiqué qu'il ne pouvait pas exclure les valeurs objets de la transaction, de l'assiette des actifs retenus en couverture au titre de cette transaction ;
- un troisième a précisé qu'il ne savait pas en exclure les valeurs non admises à la négociation sur un marché réglementé ;
- enfin, un dernier a exposé qu'il n'incluait pas dans son calcul d'engagements, les ordres en carnet non encore exécutés.

A l'inverse, la lecture des rapports a mis en évidence certains comportements particulièrement prudents :

- certaines valeurs, jugées trop volatiles, sont interdites à la vente stipulée à règlement différé ;
- certains prestataires ne retiennent pas, dans leur calcul d'engagements sur le SRD, les ordres qui diminueraient l'exposition au risque s'ils étaient exécutés ;
- les ordres qui ne comportent pas de limite sont retenus dans le calcul des engagements, avec un cours de 10 % inférieur au cours en vigueur sur le marché au moment du calcul ;
- les valeurs étrangères non cotées à Paris sont exclues du calcul des couvertures.

D'une façon générale, compte tenu de la volatilité des marchés, des imprécisions et aléas que comportent inévitablement tous les calculs de ce type, et aussi de la difficulté, commerciale notamment, qu'ont certains prestataires de services d'investissement à respecter systématiquement le délai de débouclement d'un jour de bourse prescrit à l'article 517-12 du règlement général de l'AMF[23], l'Autorité des marchés financiers ne peut que recommander aux prestataires la plus grande prudence.

De plus en plus de prestataires[24] (et notamment les courtiers en ligne) se sont livrés, notamment dans le cadre de la mise en œuvre des dispositions de l'article 517-3 du règlement général de l'AMF[25] à un travail de stratification de leur clientèle en fonction de son degré de compétence et d'expérience sur les marchés financiers, et aussi de solvabilité. Ces prestataires exigent des niveaux de couverture différents selon les différentes catégories de leur clientèle qu'ils ont ainsi identifiées. Le respect de cette règle est garanti par un paramétrage différencié de ces catégories de clients au niveau de la centrale de couverture. Cette approche semble en effet pertinente.

23 Anciennement article 8 de la décision n° 2000-04 du CMF.

24 Cf. article publié le 12 août 2004 sur le site internet de l'Autorité des marchés financiers intitulé "Détection et traitement des ordres inhabituels passés par internet : synthèse des pratiques".

25 Anciennement article 9 de la décision n° 99-07 du CMF.

On rappellera utilement à cet égard le contenu de la décision de sanction[26] prise le 27 mai 2004 par la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers à l'encontre de la Banque Transatlantique : cette société a notamment été sanctionnée pour des manquements aux articles 517-1 et 517-2 du règlement général de l'AMF[27], pour avoir retenu, dans l'assiette du calcul de la couverture disponible sur le compte de l'un de ses clients, le découvert autorisé qu'elle lui avait consenti. La Commission des sanctions a en effet estimé que qu'un découvert autorisé ne répond à aucune des définitions de l'article 517-6 du règlement général de l'AMF[28], et ne saurait garantir efficacement la bonne fin des opérations.

1.3. L'application des procédures en cas d'insuffisance de couverture

En cas d'insuffisance de couverture de la part d'un client et si ce client n'a pas les moyens de l'augmenter comme il convient, les prestataires mettent en œuvre deux types d'actions : la première consistant à bloquer le passage de nouveaux ordres qui ne sont pas des clôtures de position, la seconde consistant, en accord avec le client, à réduire ses positions afin de ramener sa couverture au niveau requis par les textes.

Il ressort des rapports que le calendrier et les moyens utilisés pour demander aux clients la reconstitution de leurs couvertures sont différents d'un prestataire à l'autre.

Pour les prestataires qui disposent d'un outil de suivi automatique des couvertures, la première demande est formulée le lendemain du jour de la naissance de l'insuffisance de couverture. Elle est généralement effectuée par téléphone ou par courrier électronique ou encore par l'affichage d'un message d'alerte automatique au moment où un client se connecte sur le site d'un courtier en ligne.

Les prestataires qui ne disposent pas d'un tel outil ne mettront en évidence les insuffisances de couverture que lorsqu'ils effectueront leur contrôle manuel, c'est-à-dire parfois plusieurs jours après la naissance de ces insuffisances.

De plus, les actions entreprises par les prestataires en cas de non-reconstitution par le client de sa couverture à la suite de cette alerte sont différentes d'un prestataire à l'autre : d'une façon générale, les courtiers en ligne semblent faire preuve de rigueur et de réactivité dans le traitement des insuffisances de couverture de leurs clients : ils procèdent généralement de façon systématique au débouclement des positions de leurs clients un jour de négociation après l'envoi d'un courrier électronique, sans prévoir de nouvelle alerte du client. A cet égard, il est intéressant de noter que la Cour d'Appel de Paris, dans un arrêt du 20 janvier 2004[29], a confirmé la validité du courrier électronique comme procédure de mise en demeure d'un client de reconstituer sa couverture, par un prestataire offrant un service de réception-transmission d'ordres par internet.

26 Revue mensuelle de l'AMF n°5 juillet-août 2004.

27 Anciennement articles 4-1-34 et 4-1-35-1 du règlement général du CMF.

28 Anciennement article 3 de la décision n° 2000-04 du CMF.

29 Cour d'Appel de Paris, 15ème chambre, section A sur le jugement rendu le 25/11/2002 par le Tribunal de Commerce de Paris 1ère Chambre. RG n° 2001/55194.

A contrario, la majorité des prestataires prévoit une ou plusieurs actions de relance complémentaires en cas de non-reconstitution de la couverture, actions qui comportent d'ailleurs toujours l'envoi d'une lettre recommandée avec avis de réception : ainsi, les petites banques de détail ou banques privées prennent plus de précautions à l'égard de leur clientèle, ce qui rallonge sensiblement le processus jusqu'à atteindre des délais incompatibles avec la réglementation. Il est d'ailleurs symptomatique de noter que dans les banques de détail, ces procédures ne sont formalisées que dans 50 % des cas, ce qui laisse la place à une approche "au cas par cas" des débouclements de position.

Pour ce qui est de la traçabilité des actions de relance entreprises, certains prestataires ont développé des bases de données internes permettant de retracer l'ensemble des actions entreprises vis-à-vis des clients et de reconstituer la piste d'audit avec les supports des relances effectuées. L'Autorité des marchés financiers attire l'attention des prestataires sur la sécurité juridique qu'apporte la traçabilité de ces actions.

La lecture des rapports a montré que dans un schéma faisant intervenir plusieurs prestataires de services d'investissement, c'est celui qui a le contact avec le client au titre du traitement de ses ordres qui est le plus impliqué dans le processus de relance de ce client afin qu'il reconstitue sa couverture, alors même que ce n'est pas nécessairement sur lui qu'en repose la responsabilité au plan réglementaire : c'est le cas notamment des courtiers en ligne agréés en qualité de simples récepteurs-transmetteur d'ordres. Ceci demande à être clairement décrit dans les conventions entre prestataires de services d'investissement.

En outre, l'analyse des rapports annuels des responsables du contrôle des services d'investissement pour 2003 montre que les dispositions relatives au respect du délai d'un jour de négociation laissé aux prestataires pour compléter ou reconstituer les insuffisances de couverture de leurs clients ainsi que les mesures à mettre en œuvre pour que les positions en insuffisance de couverture soient à nouveau couvertes ne sont pas encore pleinement respectées. Ces dispositions réglementaires qui sont notamment prévues pour assurer la protection des prestataires devront faire l'objet d'un examen attentif au cours de l'année 2005.

1.4. Les dispositions contractuelles

Dans la majorité des cas, les opérations réalisées par les clients sur le SRD sont couvertes par des dispositions contractuelles particulières figurant dans des conventions spécifiques ou bien dans des avenants aux conventions de compte titres.

Dans la quasi-totalité de ces conventions ou avenants, on trouve, conformément aux articles 321-70 à 321-75 et à l'article 332-2 alinéa 2 du règlement général de l'AMF[30] sur les clauses obligatoires devant figurer dans la convention de services et d'ouverture de compte : le rappel des règles édictées de par l'Autorité des marchés financiers en matière de calcul des couvertures et de prise en compte des actifs retenus au titre des couvertures des engagements SRD, la possibilité pour le prestataire de relever à sa convenance ses exigences en matière de couverture ainsi que l'obligation, pour ce prestataire, de déboucler les positions du client en cas d'insuffisance de couverture.

30 Anciennement décision n° 98-28 du CMF.

En revanche, sont moins systématiquement définis contractuellement le calendrier et surtout les modalités pratiques par lesquelles le prestataire alerte son client en cas d'insuffisance de couverture. De nombreuses conventions prévoient que cette alerte pourra être faite par tout moyen. A cet égard, l'Autorité des marchés financiers considère qu'il est plus prudent pour les prestataires qui envisagent d'utiliser vis-à-vis de leurs clients des modalités d'information sur l'insuffisance de couverture autres que la lettre recommandée avec avis de réception, de le prévoir explicitement dans leur convention.

Aucun prestataire ne prévoit contractuellement les modalités pratiques de débouclement des positions du client. Quelques-uns indiquent que le choix des modalités de débouclement est laissé à leur libre appréciation et même que leur responsabilité ne saurait être engagée au titre des choix qu'ils auront faits sur les instruments financiers vendus.

Un prestataire a inséré dans la convention qu'il signe avec ses clients une clause selon laquelle la banque peut prendre en couverture tous les actifs en dépôt sur l'ensemble des comptes ouverts par un même client dans ses livres. Une telle disposition n'appelle pas de commentaire, pour peu que les avoirs enregistrés sur lesdits comptes soient liquides et ne soient pas grevés de passifs fiscaux latents (cas du PEA par exemple). Dans ce dernier cas, la convention devra comporter une mise en garde claire au client sur les conséquences possibles de cette situation.

Enfin, certains établissements insèrent dans leurs conventions des clauses qui ne sont conformes ni aux exigences de la réglementation ni à la réalité de leurs procédures : ainsi l'un d'eux indique qu'il peut rehausser sans préavis le niveau de couverture exigé de ses clients, un autre qu'en cas d'insuffisance de couverture pendant une durée de huit jours, il déboucle les positions des clients concernés. Il va de soi que l'existence de telles clauses ne sauraient exonérer le prestataire de son obligation de respecter les règles édictées par le régulateur en la matière.

2. LA COUVERTURE DES ENGAGEMENTS SUR INSTRUMENTS FINANCIERS À TERME COTÉS SUR UN MARCHÉ RÉGLEMENTÉ

Les principaux textes qui fixent les règles de couverture des engagements des donneurs d'ordres sur les instruments financiers à terme cotés sur un marché réglementé sont les suivants :

- l'article 518-3[31] du règlement général de l'AMF relatif aux ordres qui sont destinés à être exécutés sur les marchés à terme ;
- l'article 531-26[32] du règlement général de l'AMF relatif aux relations entre les adhérents des chambres de compensation et leurs donneurs d'ordres ;
- le chapitre 5 du livre I des règles de la compensation de LCH Clearnet SA et ses instructions d'application I-5-1, I-5-2 et I-5-3, ainsi que l'instruction IV-5-1 relative à la couverture financière et au jumelage des positions applicables aux compensateurs français.

Les couvertures qui doivent, en application des règles de la chambre de compensation, être appelées par les adhérents auprès de leurs clients et des membres dont ils compensent les positions, puis, en vertu de l'article 518-3 du règlement général de l'AMF[33], par l'ensemble des prestataires auprès de leurs donneurs d'ordres, sont constituées :

- pour les instruments financiers à terme ferme, d'une part d'un dépôt de garantie qui doit couvrir au moins une fois la limite maximale de variation de cours définie par LCH Clearnet SA contrat par contrat, d'autre part des marges appelées quotidiennement et correspondant à la variation quotidienne de la valeur de marché de la position globale ;
- pour les options, d'un dépôt de garantie calculé sur la base d'une valorisation théorique des positions ouvertes, calculée quotidiennement.

31 Anciennement article 4-1-38-1 du règlement général du CMF.

" Le prestataire habilité qui reçoit un ordre destiné à être exécuté sur un marché réglementé d'instruments financiers à terme ne peut accepter cet ordre que s'il obtient de l'investisseur la constitution d'une couverture, soit dans ses livres, soit dans les livres du teneur de compte-conservateur s'il n'assure pas lui-même cette fonction.

Cette couverture est au moins équivalente à celle exigée par les règles du marché, pour les couvertures appelées par les membres, ou par les règles de fonctionnement de la chambre de compensation, pour les couvertures appelées par les adhérents. Le prestataire habilité peut, à tout moment, exiger que le donneur d'ordre la complète au niveau qu'il fixe.

La couverture est constituée ou complétée par le donneur d'ordre dans les mêmes délais que ceux prévus par les règles mentionnées au deuxième alinéa.

Lorsque le donneur d'ordre n'a pas constitué ou complété sa couverture dans les délais mentionnés au troisième alinéa, le prestataire habilité procède à la liquidation de tout ou partie de ses engagements ou positions ".

32 Anciennement article 4-2-25 du règlement général du CMF :

" Les règles de fonctionnement des chambres de compensation peuvent arrêter des dispositions concernant les sommes minimales que les adhérents doivent appeler auprès des donneurs d'ordre dont ils tiennent les comptes, en couverture ou garantie de leurs engagements ou positions, ainsi que les actifs ou garanties admis en représentation de ces sommes.

Toutefois, ces sommes peuvent être appelées par les membres du marché réglementé dont la chambre compense les transactions, lorsque les règles du marché le prévoient.

Les chambres de compensation peuvent exiger de leurs adhérents qu'ils leur transfèrent les sommes mentionnées au premier alinéa ".

33 Anciennement article 4-1-38-1 du règlement général du CMF.

Les couvertures ainsi calculées sont comparées au collatéral déposé et des appels complémentaires sont effectués si nécessaires.

L'attitude générale des prestataires à l'égard de ces marchés se caractérise par la prudence puisque nombreux sont ceux qui ne proposent pas à leur clientèle de service d'investissement sur ces marchés, et que ceux qui le font réservent ces services à une faible part de cette clientèle, sélectionnée selon des critères de compétence et de solvabilité. Ainsi, seules 15 % environ des banques de détail offrent cette faculté et, dans ce cas, ceci ne concerne pour chacune d'entre elles qu'une poignée de clients (dans la plupart des cas moins de 10) opérant sur le seul MONEP. Toutes interdisent la passation de ce type d'ordres par les systèmes de banque à distance.

2.1. LES CONTRÔLES DE COUVERTURE À LA PRISE D'ORDRES

Comme pour le traitement des ordres stipulés à règlement différé, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers impose aux prestataires qui reçoivent des ordres destinés à être exécutés sur un marché réglementé d'instruments financiers à terme, d'obtenir *"de l'investisseur la constitution d'une couverture dans leurs livres ou dans ceux du teneur de compte-conservateur"*[34].

L'article 1.5.1.6 des règles de la compensation de LCH Clearnet SA pose l'obligation, pour les adhérents compensateurs, *"d'appeler des couvertures auprès de leurs clients et membres négociateurs détenant des positions sur des valeurs mobilières ou instruments financiers dérivés négociés sur les marchés Euronext calculées selon les mêmes méthodes et paramètres que les couvertures requises par LCH Clearnet SA".*

L'article 17 de l'instruction n° IV-5-1 de LCH Clearnet SA, quant à lui, dispose que : *"Le dépôt par le donneur d'ordre de la couverture requise doit intervenir au plus tard au cours de la séance de négociation suivant celle au titre de laquelle ladite couverture est appelée. Les adhérents teneurs de comptes sont en droit d'exiger que leurs donneurs d'ordres leur remettent avant l'exécution de tout ordre le montant de la couverture qui sera appelée sur leurs positions en cas d'exécution de cet ordre… ".*

2.1.1 Les différents modes d'intervention rencontrés

La tenue, pour le compte de tiers, de positions en instruments financiers à terme, ne nécessite pas l'agrément en qualité de teneur de compte-conservateur du prestataire qui assure ce service[35]. Au plan réglementaire cette activité peut être qualifiée de tenue de compte simple (seule la détention de valeurs mobilières au titre des couvertures appelées aux clients sur ces marchés, nécessite l'agrément au titre du service d'investissement assimilé de tenue de compte-conservation). Sur les marchés d'instruments financiers à terme, cette activité est couramment désignée par le terme de "compensation". Par ailleurs, de même que sur les marchés au comptant, les négociateurs qui ne souhaitent pas adhérer à la chambre de compensation ont la possibilité de faire compenser leurs positions par un adhérent compensateur de la chambre qui aura alors le statut d'adhérent compensateur multiple et fournira au négociateur un service de compensation. Pour éviter toute confusion entre ces deux activités, la première sera désignée dans la présente étude par le terme de" tenue de compte", tandis que la seconde le sera par le terme de "compensation".

34 Article 518-3 du règlement général de l'AMF.

35 Article 312-6 alinéa 4 du règlement général de l'AMF (anciennement article 6-1-1 du règlement général du CMF) : " Les instruments financiers mentionnés au deuxième alinéa sont ceux figurant aux 1°, 2° et 3° du 1 de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier et tous instruments équivalents, émis sur le fondement d'un droit étranger ".

Aussi, sur les marchés à terme d'instruments financiers, les différents modes d'intervention des prestataires de services d'investissement vis-à-vis de leurs clients sont les suivants : négociateur teneur de compte, négociateur allouant chez un autre adhérent de la chambre de compensation, adhérent allocataire, récepteur-transmetteur d'ordres teneur de compte, récepteur-transmetteur d'ordres non-teneur de compte, ou bien encore teneur de compte qui ne participe pas à la réception-transmission de l'ordre.

2.1.2 L'appel des couvertures

La lecture des rapports a montré que, sur les marchés d'instruments financiers à terme, les prestataires n'exigent pas toujours que la constitution de la couverture soit préalable à la transmission de l'ordre. Ils ne l'exigent généralement que de leur clientèle privée. Même dans ce cas d'ailleurs, ce contrôle ne semble pas systématique.

Les prestataires de services d'investissement évoquent la difficulté liée au fait que, pour les calculs de dépôts de garantie sur options et de marges sur instruments financiers à terme ferme, ils sont tributaires des calculs effectués par LCH Clearnet SA. Ces calculs sont effectués à la clôture de la séance de bourse et leurs modalités ne sont communiquées aux prestataires et les fonds correspondants appelés que le lendemain de la séance de bourse au titre de laquelle ils sont appelés. Seuls les dépôts de garantie sur les contrats à terme ferme sont connus au moment de la transmission de l'ordre.

Pour surmonter cette difficulté, les prestataires mettent en œuvre d'autres types de dispositifs de nature à les prémunir contre le risque de défaillance de leurs clients : ainsi, avec les clients particuliers, il est fréquent d'interdire les ventes d'options en ouverture de position ou bien les ventes de *calls* non couvertes par des positions symétriques sur le sous jacent (couverture exigée = nombre de lots x quotité). D'autres encore appellent les couvertures sur la base d'un calcul qu'ils effectuent eux-mêmes, avec des paramètres estimés prudemment. Pour ce type de clients, l'Autorité des marchés financiers insiste sur la sécurité que constitue, pour le prestataire, le contrôle *a priori* de l'existence de la couverture sur le compte.

Avec les clients institutionnels, différents dispositifs de gestion des risques sont mis en œuvre par les prestataires, en fonction de l'analyse qu'ils effectuent de l'importance de leur risque de contrepartie : ces dispositifs peuvent être : la définition, en accord avec le client, d'une position ouverte maximale au-delà de laquelle les ordres en ouverture de position ne sont plus acceptés, l'obligation pour le client de négocier uniquement chez son teneur de compte, ou bien encore, pour ceux qui sont considérés comme les moins solvables, de maintenir en permanence sur leur compte un "matelas de sécurité", sous la forme de dépôt en espèces ou en instruments financiers admis en couverture conformément aux règles de la chambre de compensation. A cet égard, il convient de noter que l'article 33 du règlement n° 97-02 du Comité de la réglementation bancaire et financière du 21 février 1997 relatif au contrôle interne des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, leur impose de fixer et de suivre des limites de risque d'intermédiation.

La lecture des rapports a montré qu'en pratique, ce sont les prestataires qui agissent en qualité de teneurs de comptes qui appellent les couvertures auprès des clients. Les prestataires qui interviennent dans le processus de passation des ordres sur instruments financiers à terme des donneurs d'ordres sans en être teneurs de compte, procèdent de la façon suivante :

- rares sont les récepteurs-transmetteurs d'ordres purs qui interviennent pour le compte de leurs clients sur ce type de marché, et lorsqu'ils le font, c'est en relation étroite avec le teneur de compte-conservateur du client ;

- les négociateurs non-teneurs de compte qui allouent les négociations chez un autre adhérent de la chambre de compensation n'appellent pas les couvertures. C'est l'allocataire qui les appelle auprès des clients dont il tient les comptes. Certains négociateurs ont cependant mis en place des accords de "*give up*" tripartites (client, allouant, allocataire), prévoyant que le prestataire allouant refuse de traiter pour le compte du client commun, les négociations de nature à exposer ce client à un risque supérieur à une limite posée au contrat. Cette procédure semble en effet apporter une sécurité complémentaire au teneur de compte. Il convient de noter que ce dispositif ne concerne que des donneurs d'ordres professionnels.

- Aucun rapport n'a mis en évidence de circuit de passation d'ordres sur instruments financiers à terme qui fasse intervenir un mandataire exclusif.

En vertu de l'article 1.5.1.6 des règles de compensation de LCH Clearnet SA, les adhérents compensateurs doivent également appeler des couvertures auprès des membres négociateurs détenant des positions sur instruments financiers à terme. La lecture des rapports semble le confirmer (peu de rapports évoquent ce cas).

Enfin, les prestataires sont appelés en couverture par la chambre de compensation s'ils en sont adhérents, par leur compensateur s'ils sont négociateurs associés, ou par leur teneur de compte s'ils interviennent en qualité de simple client.

2.2. LE CONTRÔLE PERMANENT DE LA COUVERTURE DES ENGAGEMENTS

Le contrôle *a posteriori* de l'existence en permanence sur le compte du client d'une couverture suffisante au regard de ses positions est opéré par le prestataire qui tient les positions de ce client en instruments financiers à terme. Selon les cas, ce prestataire est soit le teneur de compte conservateur "habituel" du client, soit le teneur de compte pour ses seules positions en instruments financiers à terme (son "compensateur").

La procédure mise en œuvre par l'ensemble des prestataires sur ces marchés consiste, en cas d'insuffisance du collatéral au regard de la couverture requise, à exiger de leurs clients un règlement dans le courant de la journée au cours de laquelle interviennent les appels de fonds, c'est-à-dire le lendemain de la séance de négociation suivant celle au titre de laquelle ces règlements sont appelés. Ces appels de fonds sont de plusieurs natures : appels de marges et de couverture, règlement des primes, exercices et assignations.

Pour calculer ces appels de fonds, les teneurs de comptes récupèrent, s'ils en sont adhérents, les paramètres utilisés par la chambre de compensation pour le calcul des couvertures appelées auprès de ses adhérents, ces paramètres leur étant communiqués quotidiennement, le lendemain de la séance de négociation correspondante, par la chambre. Ce sont ces paramètres qui, une fois injectés dans les chaînes informatiques de *back-office* des adhérents-compensateurs, leur permettent de calculer, par différence avec les collatéraux déposés en espèces et en instruments financiers conformément aux règles de la chambre de compensation, les appels de couverture ainsi que les autres appels de fonds qu'ils vont devoir effectuer auprès de leurs clients ou négociateurs.

Si l'établissement qui appelle les couvertures auprès du client en est également le teneur de compte-conservateur, il procèdera généralement, de sa propre initiative, à la constitution de la couverture soit en espèces (le compte ordinaire sera alors débité par la contrepartie du compte de couverture du client), soit en instruments financiers (les instruments financiers retenus en couverture seront alors "bloqués" à la vente informatiquement ou bien seront transférés au compte de couverture).

Un prestataire a indiqué qu'il procédait systématiquement au nantissement des instruments financiers retenus en couverture, ce qui ne semble pas nécessaire eu égard aux dispositions du premier alinéa de l'article L. 442-6 du code monétaire et financier selon lequel *"Quelle que soit leur nature, les dépôts effectués par les donneurs d'ordres auprès des prestataires de services d'investissement, des adhérents d'une chambre de compensation, ou effectués par ces adhérents auprès d'une telle chambre en couverture ou en garantie des positions prises sur un marché d'instruments financiers, sont transférés en pleine propriété, soit au prestataire ou à l'adhérent, soit à la chambre concernée dès leur constitution aux fins de règlement, d'une part, du solde débiteur constaté lors de la liquidation d'office des positions, et d'autre part, de toute somme due soit au prestataire ou à l'adhérent, soit à cette chambre".*

Lorsqu'il enregistrera les écritures d'appels de fonds au compte espèces du client, le prestataire devra veiller à ce que ce compte ne devienne pas débiteur sous l'effet de ces appels de fonds. Si tel est le cas ce compte devra être réapprovisionné.

Si l'établissement qui tient le compte des positions sur instruments financiers à terme du client n'est pas le teneur de compte-conservateur habituel du client, il appellera quotidiennement les fonds au client, sauf à ce que celui-ci ait déposé auprès de lui, à titre de collatéral, des instruments financiers qui sont portés sur un compte dédié et "bloqués" à la vente ou au transfert.

La lecture des rapports a montré des cas de prestataires qui, bien que conservant la tenue des positions de leurs clients en instruments financiers à terme, parce qu'ils ne disposent pas des outils informatiques permettant d'effectuer les traitements inhérents à cette fonction, confient à leurs négociateurs la charge de délivrer à leurs clients, sous leur nom, l'information qui leur est due. Les banques de détail opèrent parfois selon ce schéma pour le compte de leurs clients (heureusement la plupart du temps en petit nombre). Dans ce cas, et parce qu'il existe une distorsion entre la répartition des tâches matérielles et celle des responsabilités juridiques des prestataires, il est indispensable que les obligations respectives des deux prestataires entre eux ainsi qu'à l'égard des donneurs d'ordres soient précisément et clairement énoncées.

Un prestataire qui agit en qualité de négociateur, filiale d'un établissement de crédit, a mis en place avec les clients qui ont un compte bancaire ouvert auprès de la maison mère, un mécanisme d'alimentation automatique du compte d'instruments financiers à terme ouvert dans ses livres par le compte ordinaire du client ouvert dans ceux de la banque. Ce mécanisme doit cependant avoir été prévu dans les conventions signées avec les clients.

D'une façon générale, les prestataires appellent, auprès de leur clientèle professionnelle, les couvertures calculées selon les règles édictées par la chambre de compensation et appellent des couvertures majorées auprès des non professionnels ou des clients qui négocient chez d'autres négociateurs.

2.3. L'APPLICATION DES PROCÉDURES EN CAS D'INSUFFISANCE DE COUVERTURE

La lecture des rapports a montré que sur ces marchés, qui sont essentiellement des marchés de professionnels, le fait, pour un client, de ne pas honorer les appels de couverture semble sévèrement sanctionné par ceux des prestataires qui sont des membres de marché : il est fréquent que dans ce cas le prestataire décide de ne plus travailler avec le client défaillant.

Les banques de détail ont déclaré être dotées de procédures prévoyant le débouclement des positions en cas d'insuffisance de couverture, mais n'avoir à appliquer cette procédure qu'à titre tout à fait exceptionnel.

2.4. LES DISPOSITIONS CONTRACTUELLES

En pratique, ces opérations sont généralement couvertes par une convention spécifique, dont la signature est précédée par l'envoi de la note d'information sur les instruments financiers à terme prévue par les articles 251-1 à 251-7 du règlement général de l'AMF[36].

De même que pour les conventions qui régissent les ordres stipulés à règlement différé, et conformément aux articles 321-70 à 321-75 et à l'article 332-2 alinéa 2 du règlement général de l'AMF[37], on trouve dans une majorité de cas, dans les conventions signées avec les clients privés, les clauses suivantes :

- nécessité de constituer une couverture et composition ;
- date d'exigibilité de cette couverture ;
- pour le prestataire de liquider les positions en cas d'insuffisance de couverture.

Ces clauses sont dans certains cas formulées de façon insuffisamment précise, ce qui n'est pas satisfaisant au regard des exigences du règlement général susmentionnées.

Parmi les dispositions contractuelles intéressantes relevées dans les rapports, figure celle consistant pour le client à s'engager à être joignable à tout moment pendant la séance de bourse.

3. LES ORDRES PASSÉS SUR LES MARCHÉS AU COMPTANT DE VALEURS MOBILIÈRES

Les principaux textes applicables à ce type d'ordres sont les suivants :

- les articles 517-2 et 517-3 du règlement général de l'AMF[38] en ce qui concerne les opérations qui sont destinées à être exécutées sur un marché au comptant ;
- l'article 332-4 2[39] du règlement général de l'AMF en ce qui concerne l'application de la règle du non-usage des instruments financiers d'un client par les teneurs de compte conservateurs ;
- l'article 332-18 du règlement général de l'AMF[40] relatif aux comptes titres débiteurs ;

36 Anciennement règlement de la COB n° 99-04.

37 Anciennement décision n° 98-28 du CMF.

38 Anciennement article 4-1-35 du règlement général du CMF : " Sur un marché au comptant, l'acheteur est redevable des fonds, le vendeur des titres, dès l'exécution de l'ordre ".

39 Anciennement article 6-3-3, 2° du règlement général du CMF: "Le teneur de compte-conservateur ne peut ni faire usage des instruments financiers inscrits en compte et des droits qui y sont attachés, ni en transférer la propriété sans l'accord exprès de leur titulaire. Il organise ses procédures internes de manière à garantir que tout mouvement affectant la conservation d'instruments financiers pour compte de tiers qu'il a en charge est justifié par une opération régulièrement enregistrée dans un compte de titulaire ".

40 Anciennement article 11 de la décision n° 2001-01 du CMF " Un compte d'instruments financiers ne doit pas être débiteur. Toutefois, le teneur de compte-conservateur établit :

- l'article 332-32 du règlement général de l'AMF[41] relatif aux opérations d'un prestataire habilité teneur de compte conservateur qui sont effectuées pour compte propre ;
- l'article 332-35 du règlement général de l'AMF[42] relatif aux obligations du teneur de compte-conservateur en cas de non-réception des instruments financiers de la part de sa contrepartie.
- le chapitre 5 du livre I des règles de la compensation de LCH Clearnet SA et ses instructions d'application I-5-1, I-5-2 et I-5-3, ainsi que l'instruction IV-5-1 relative à la couverture financière et au jumelage des positions, qui sont applicables aux adhérents de la chambre de compensation en vertu de l'article 531-18 du règlement général del'AMF pour les opérations réalisées sur le marché français.

Sur les marchés au comptant de valeurs mobilières, et précisément parce qu'il s'agit de marchés au comptant, le prestataire est relativement peu exposé au risque de défaillance de son client :

- lorsqu'il en est le teneur de compte flux, il ne supporte qu'un risque d'intermédiation, théoriquement limité aux trois jours de délai dans lequel le règlement-livraison des transactions doit intervenir : c'est ce risque qu'au titre de l'article 1.5.1.6 des règles de la compensation, LCH Clearnet SA demande à ses adhérents de couvrir par la constitution, dans leurs livres, de dépôts de garantie appelés auprès de leurs clients et membres négociateurs ;
- lorsque le prestataire est le teneur de compte conservateur du client, il enregistre les écritures en espèces et en instruments financiers sur le compte de ce client à la date de la négociation. Aussi, le risque que le client ne puisse pas régler l'achat des instruments financiers ou livrer les instruments financiers qu'il négocie peut être appréhendé *a priori*, par le teneur de compte-conservateur, par un contrôle de l'existence de la provision suffisante en instruments financiers et en espèces au compte du client. L'absence d'une provision en espèces suffisante se matérialise de fait par une opération de crédit dont les conditions de réalisation ne sont pas régies par des régles de l'Autorité des marchés financiers. Aussi, cet aspect ne sera pas traité dans la présente étude. L'absence, sur le compte du client, d'une provision en instruments financiers suffisante pourrait, si les instruments financiers correspondants n'étaient pas empruntés, conduire le prestataire, pour pouvoir livrer la chambre de compensation, à "*tirer sur la masse*" des autres porteurs.

41 Anciennement article 25 de la décision n° 2001-01 du CMF " La livraison d'instruments financiers consécutive à une opération effectuée par le prestataire habilité pour compte propre, en relation ou non avec des opérations réalisées par des clients, fait l'objet d'un contrôle systématique de disponibilités en conservation propre, afin d'éviter un défaut de livraison ou d'empêcher l'usage des instruments financiers inscrits au nom de tiers. Faute de disponibilités en conservation propre suffisante, le teneur de compte-conservateur recourt à un emprunt des instruments financiers en cause ".

42 Anciennement article 28 de la décision n° 2001-01 du CMF " En cas de non-réception des instruments financiers attendus à la date prévue, le teneur de compte-conservateur intervient dans les meilleurs délais auprès de sa contrepartie pour lui réclamer les instruments financiers en cause. Parallèlement, la provision manquante en conservation est reconstituée par un emprunt, soit, s'il y a lieu, par un rachat , selon les modalités prévues par les règles du marché ou du système livraison considéré ou selon les dispositions contractuelles convenues avec le titulaire ".

3.1. LES CONTRÔLES DE PROVISION À LA PRISE D'ORDRES

A la différence de ce qui se produit pour les ordres stipulés à règlement différé, il n'existe aucune disposition faisant obligation aux prestataires chargés de la réception-transmission ou de l'exécution des ordres de vente au comptant, de contrôler, avant leur transmission au marché ou à un tiers chargé de les exécuter, l'existence de la provision en instruments financiers correspondante. Cette obligation n'est posée que pour les services de transmission ou d'exécution d'ordres de bourse comportant une réception des ordres *via* Internet (article 321-62 du règlement général de l'AMF[43]).

L'article 517-2 du règlement général de l'AMF[44] dispose que : *"Sur un marché au comptant, l'acheteur est redevable des capitaux, le vendeur des titres, dès l'exécution de l'ordre"*. Pratiquement, le prestataire doit, pour se conformer à cette disposition, mettre en œuvre un mécanisme qui évite :

- s'agissant de l'acheteur, l'apparition d'un débit non autorisé ;
- s'agissant du vendeur, l'apparition d'un suspens de règlement-livraison ou un *"tirage sur la masse"*.

En pratique d'ailleurs, sauf dans ce dernier cas, ce contrôle n'est mis en place par les prestataires que lorsqu'ils sont teneurs de comptes conservateurs de leurs donneurs d'ordres, puisque c'est à eux que s'impose l'interdiction de *"tirage sur la masse"*. Encore faut-il, pour qu'ils puissent mener à bien ce contrôle, qu'ils soient impliqués dans le processus de passation d'ordres.

Les pratiques recensées en la matière dans les rapports sont les suivantes :

- les prestataires agissant en qualité de teneurs de compte-conservateurs et impliqués dans le circuit de passation des ordres de leurs clients ;
- les prestataires agissant en qualité de teneurs de compte-conservateurs sans participer à la réception ou à la transmission de l'ordre ;
- les prestataires non-teneurs de compte-conservateurs ;
- les prestataires intervenant pour compte propre.

3.1.1. Les prestataires agissant en qualité de teneurs de compte-conservateurs et impliqués dans le circuit de passation des ordres de leurs clients

• Les collecteurs d'ordres (récepteurs-transmetteurs d'ordres et teneurs de compte-conservateurs).

Il ressort de la lecture des rapports que le contrôle de l'existence de la provision en instruments financiers sur le compte des clients qui passent des ordres de vente sur ces instruments financiers est systématiquement effectué par les collecteurs d'ordres de ces clients.

Ce contrôle existe d'ailleurs sous une forme automatisée de façon plus répandue que les contrôles des couvertures relatives aux ordres stipulés à règlement différé puisque les applicatifs de routage des ordres disponibles dans les agences des banques de réseau en sont le plus souvent dotés.

42 Anciennement article 10 de la décision n° 99-07 du CMF.

43 Anciennement article 4-1-35 alinéa 1er du règlement général du CMF.

Ce contrôle est d'ailleurs le plus souvent un contrôle bloquant, dont les possibilités de forçage sont restreintes et interviennent dans le cadre d'une procédure d'autorisation hiérarchique sur la base d'une demande motivée. Dans les banques de réseau, l'autorisation des services centraux est le plus souvent requise.

Dans le cas où le teneur de compte-conservateur a mandaté un tiers pour conserver les avoirs de ses clients, ce tiers doit également donner son accord pour que de telles opérations puissent être réalisées.

Compte tenu de l'importance, pour la sécurité de la place, du respect de la règle de non-usage des instruments financiers posée à l'article 332-4 de son règlement général[45], l'Autorité des marchés financiers recommande la mise en œuvre de contrôles extrêmement rigoureux du respect de cette règle.

• Les négociateurs teneurs de compte-conservateurs.

Ces prestataires effectuent également, de manière générale, un contrôle *a priori* de l'existence de la provision en instruments financiers sur le compte de leurs clients.

Dans le cas d'un ordre transmis au négociateur par une société de gestion agissant pour le compte de leur client commun, le négociateur estime que le gérant aura, en général, préalablement vérifié l'existence de la provision au compte du client, le négociateur teneur de compte-conservateur opérant alors, sauf en cas d'ordres groupés (cf. § 1.1.3), un contrôle de second niveau. Cet usage devrait être formalisé dans le contrat qui lie les deux prestataires.

Si l'ordre est transmis par un récepteur-transmetteur d'ordres qui reçoit les ordres de sa clientèle par Internet, le contrôle de provision est effectué, conformément à l'article 321-62 du règlement général de l'AMF[46], par la centrale de couverture qui, chez le récepteur-transmetteur d'ordres, contrôle les ordres reçus des clients avant leur transmission pour exécution au négociateur.

• Le cas particulier des ordres transmis par un mandataire exclusif.

En vertu de l'article 312-1 du règlement général de l'AMF[47], le mandataire exclusif qui reçoit et transmet des ordres au nom et pour le compte d'un prestataire agréé respecte la réglementation et les procédures applicables au prestataire.

3.1.2. Les prestataires agissant en qualité de teneurs de compte-conservateurs sans participer à la réception ou à la transmission de l'ordre

Ce cas de figure correspond aux "ordres directs" de la clientèle institutionnelle.

Parce qu'ils n'en sont informés qu'après leur exécution, les prestataires qui interviennent dans ce contexte ne sont pas en mesure d'effectuer un contrôle *a priori* de l'existence de la provision correspondante aux "ordres directs" de vente d'instruments financiers de leurs clients et ne peuvent effectuer de contrôle qu'*a posteriori.*

Cette difficulté peut être contournée par le dispositif prévu à l'article 332-42 du règlement général de l'AMF[48] relatif au cahier des charges du teneur de compte conservateur.

45 Anciennement article 6-3-3 du règlement général du CMF.

46 Anciennement article 10 de la décision n° 99-07 du CMF.

47 Anciennement article 2-1-3 du règlement général du CMF à l'exception du dernier alinéa.

48 Anciennement article 32 de la décision n° 2001-01 du CMF.

En tout état de cause l'article 332-35 du règlement général de l'AMF[49] précise *"En cas de non réception des instruments financiers attendus à la date prévue, le teneur de compte- conservateur intervient dans les meilleurs délais auprès de sa contrepartie pour lui réclamer les instruments financiers en cause et que parallèlement, la provision manquante en conservation est reconstituée soit par un emprunt, soit, s'il y a lieu, par un rachat, selon les modalités prévues par les règles du marché ou du système de règlement-livraison considéré ou selon les dispositions contractuelles convenues avec le titulaire"*, ce qui implique que les teneurs de comptes-conservateurs doivent faire leurs meilleurs efforts pour pallier les défauts de livraison d'instruments financiers ainsi supportés.

3.1.3. Les prestataires non teneurs de compte-conservateurs

• Les prestataires agissant en qualité de négociateurs "teneurs de comptes flux".

Il n'est opéré par les négociateurs teneurs de comptes flux aucun contrôle *a priori* de l'existence de la provision sur les comptes des titulaires vendeurs d'instruments financiers, ces comptes ayant vocation à se solder dans les trois jours qui suivent la date de la négociation.

Il n'y a pas plus de contrôle de la part du négociateur pur ou du compensateur multiple, dans le cas où la tenue des comptes flux des donneurs d'ordres est confiée à ce dernier.

A cet égard, il convient de rappeler que l'article 332-42 du règlement général de l'AMF[50] relatif au cahier des charges du teneur de compte-conservateur dispose que : *"Les relations du teneur de compte-conservateur avec les prestataires assumant les fonctions de négociateurs ou de compensateurs pour le compte d'un même investisseur s'établissent dans le cadre de conventions ou de contrats fixant les obligations de chacun, afin qu'il soit possible de régulariser dans les meilleures conditions les éventuels litiges en suite d'ajustement ou de dénouement des transactions de bourse."*

Ainsi, il semble nécessaire, en vertu de cet article, que le teneur de compte-conservateur d'un client qui passe des ordres directs à des négociateurs, établisse avec ces négociateurs (et/ou leurs compensateurs dans le cas où ce sont ces derniers qui sont les teneurs de comptes flux du client) des conventions prévoyant un dispositif de contrôle *a priori* de la provision en titres correspondant aux ordres de vente du client. A défaut, en cas de suspens, le négociateur est tenu de mettre en place un mécanisme d'emprunt de titres et d'apprécier au moment de l'inscription de l'ordre, sa capacité à emprunter les titres vendeurs.

• Les récepteurs-transmetteurs d'ordres "purs" (non-teneurs de compte-conservateurs)

En application du second alinéa de l'article 321-62 du règlement général de l'AMF[51], les centrales de couverture des courtiers en ligne sont toutes dotées d'un système de contrôle bloquant de l'existence de la provision en titres pour les ordres de vente. Ce contrôle est le plus souvent doublé d'un second, opéré lui par le teneur de compte-conservateur, portant sur les forçages opérés lorsque le courtier en ligne n'est pas teneur de compte-conservateur. L'Autorité des marchés financiers considère que le récepteur-transmetteur d'ordres doit vérifier la provision et bloquer un ordre lorsqu'il constate que son exécution entraînerait un découvert sur le compte ouvert dans les livres du teneur de compte-conservateur.

49 Anciennement article 28 de la décision n° 2001-01 du CMF.

50 Anciennement article 32 de la décision n° 2001-01 du CMF.

51 Anciennement article 10 de la décision n° 99-07 du CMF.

En dehors de ce cas, les récepteurs-transmetteurs d'ordres "purs" n'effectuent pas de contrôle de l'existence de la provision en instruments financiers pour les ordres de vente.

3.1.4. Les prestataires intervenant pour compte propre

En la matière, les prestataires teneurs de compte-conservateurs qui interviennent pour compte propre sont tenus au respect des dispositions de l'article 332-32 du règlement général de l'AMF[52] qui leur imposent, avant *"la livraison d'instruments financiers consécutive à une opération effectuée ...pour compte propre"*,... de vérifier systématiquement les *"disponibilités en conservation propre*" desdits instruments financiers. Afin d'expliciter cette obligation, la rédaction de cet article issu du réglement général de l'AMF, a d'ailleurs été précisée pour rappeler son objet qui est d'éviter les défauts de livraison pour ces opérations ou d'empêcher l'usage des instruments financiers inscrits au nom des tiers. En outre, ces prestataires sont également soumis aux dispositions de l'article 332-18 du règlement général de l'AMF[53] qui proscrit les comptes titres débiteurs.

Il convient de noter que, comme indiqué dans la synthèse des missions effectuées par le Conseil des marchés financiers sur la tenue de compte-conservation et publiée dans la revue mensuelle[54] de l'Autorité des marchés financiers en octobre 2004, afin de ne pas créer artificiellement des instruments financiers et de l'avoir fiscal durant trois jours, l'existence de la provision en titres est requise, non pas préalablement à la passation de l'ordre de vente, mais le jour de l'exécution de cet ordre, ce qui laisse le temps au prestataire qui ne dispose pas préalablement de cette provision, d'aller emprunter les titres correspondants au cours de la journée. Lorsque sera intervenu l'alignement de la date de transfert de propriété sur la date de dénouement effective des instruments financiers, le prestataire disposera d'ailleurs d'un délai complémentaire, jusqu'à la date de livraison, pour réaliser cet emprunt de titres.

En pratique, pour ce qui est des activités pour compte propre que l'on peut qualifier de "volontaires" (activités de "trading"), par opposition aux positions pour compte propre issues des activités pour compte de tiers des établissements (comptes erreurs ou "stockage" notamment), les rapports ont montré que si certains prestataires imposaient comme règle à leurs opérateurs pour compte propre de vérifier *a priori* l'existence d'une provision en titres correspondant à leurs ventes, les prestataires les plus actifs n'imposent pas une telle règle mais seulement celle consistant à emprunter les titres manquants. Ces établissements disposent d'ailleurs parfois, au sein de ces activités pour compte propre, de "desks" de prêts emprunts qui leur fournissent cette prestation.

Outre ces activités qui concernent une petite minorité de prestataires, de nombreux établissements gèrent des positions pour compte propre "subies" : ce sont celles qui résultent soit de l'activité de leur clientèle sur le SRD, soit de l'activité des comptes "maison" du type : comptes erreurs, compte de "stockage".

Par définition, pour ces activités, il ne saurait y avoir de contrôle *a priori* de l'existence de la provision au compte "maison". En revanche, l'Autorité des marchés financiers recommande que soient mises en place dans les établissements des procédures strictes d'emprunt de titres, dès l'enregistrement de ces opérations. Or, ceci ne semble pas être une pratique systématique chez nombre d'établissements.

52 Anciennement article 25 de la décision n° 2001-01 du CMF.

53 Anciennement article 11 de la décision n° 2001-01 du CMF.

54 Revue mensuelle n°7 de l'AMF d'octobre 2004.

3.2. LE CONTRÔLE *A POSTERIORI* DE LA CONSTITUTION DE LA PROVISION

3.2.1. Les couvertures requises par la chambre de compensation

Les compensateurs sont tenus, en vertu de l'article 1.5.1.6 des règles de la compensation de LCH Clearnet SA, d'appeler des couvertures auprès de leurs clients et membres négociateurs, destinées à couvrir le risque de défaillance de ces clients et négociateurs.

La lecture des rapports a montré qu'en pratique, les compensateurs appellent les couvertures auprès de leurs membres négociateurs, théoriquement calculées selon les règles posées dans l'instruction I-5-2 de LCH Clearnet SA.

Lorsqu'ils tiennent les comptes des clients, ils appellent ces couvertures, non pas auprès des clients, mais auprès des négociateurs. Ceci n'appelle pas de commentaire au regard de l'instruction I-4-3 de LCH Clearnet SA. qui énonce les clauses obligatoires devant figurer dans les conventions de compensation conclus entre adhérents compensateurs et adhérents négociateurs (article 2 point 2).

3.2.2. L'identification des comptes débiteurs en instruments financiers

En vertu de l'article 332-18 du règlement général de l'AMF[55], les teneurs de compte-conservateurs, et seulement eux, sont tenus au contrôle de l'absence de comptes débiteurs en instruments financiers. La lecture des rapports a montré que ceux-là disposent tous d'un processus d'alerte automatique quotidien portant sur les soldes d'instruments financiers débiteurs.

3.3. LES PROCÉDURES EN CAS DE COMPTES D'INSTRUMENTS FINANCIERS DÉBITEURS

Si les outils d'identification des comptes d'instruments financiers débiteurs existent bien chez l'ensemble des prestataires teneurs de compte-conservateurs, la diligence dont font preuve ces prestataires dans la résolution des anomalies retracées est en revanche variable et on note parfois un certain laxisme dans l'application l'article 332-18 du règlement général de l'AMF[56], règle pourtant d'importance capitale aux yeux de l'Autorité des marchés financiers :

- pour ce qui est de l'activité de tenue de compte flux, les prestataires soulignent le fait qu'ils sont tributaires des teneurs de comptes-conservateurs de leurs clients, pour l'apurement des suspens vendeurs. Or ces teneurs de compte-conservateurs appliquent généralement comme règle, de ne pas apparier les instructions de règlement livraison correspondant à des ventes d'instruments financiers pour lesquelles leurs clients ne disposent pas de la provision correspondante (ou n'en disposeront pas à la date de livraison prévue, selon les prévisions qu'ils effectuent). Cette situation est à l'origine de suspens vendeurs chez les teneurs de comptes flux (et de "*tirages sur la masse*" en cas de livraison des instruments financiers à la chambre de compensation), qui perdurent parfois pendant très longtemps : certains prestataires ont, en effet, indiqué ne liquider les positions qu'un mois après la naissance du suspens, ce qui est beaucoup trop long. Dans un tel cas, l'Autorité des marchés financiers rappelle que l'article 332-35 en son règlement général[57] impose aux prestataires teneurs de comptes-conservateurs de réclamer les instruments financiers à leur contrepartie dans les meilleurs délais, et, en parallèle, de reconstituer la conservation par des emprunts ou des rachats. L'article 4.8.6.2 des règles de la compensation de LCH Clearnet SA prévoit également ce mécanisme de relance de la contrepartie, puis de rachat des positions ;

55 Anciennement article 11 de la décision n° 2001-01 du CMF.

56 Id.

57 Anciennement 28 de la décision n° 2001-01 du CMF.

- l'activité de compensation multiple pour le compte de négociateurs purs semble également présenter des difficultés en matière de régularisation des positions vendeuses enregistrées sur les comptes "maison" des négociateurs, et plus particulièrement sur les comptes "égalisation" utilisés pour les OSRD des clients, ou bien encore sur les comptes de stockage. Là encore l'Autorité des marchés financiers recommande une application stricte de l'article 332-35 de son règlement général[58].

3.4. LES DISPOSITIONS CONTRACTUELLES

La quasi-totalité des conventions de services et de comptes, quelle que soit la nature des services d'investissement fournis par le prestataire à ses clients, mentionnent l'obligation pour le client de disposer de la provision en instruments financiers correspondant à ses ordres de vente.

CONCLUSION

• En matière d'OSRD, la lecture des rapports a montré une situation contrastée. Ces ordres, qui concernent presque exclusivement la clientèle privée, transitent principalement par deux types de canaux :

- celui des "courtiers en ligne", qui sont les prestataires qui offrent à une clientèle privée les services de réception-transmission d'ordres ou d'exécution d'ordres de bourse comportant une réception des ordres *via* internet. Ceux-ci effectuent un suivi automatisé, rigoureux mais encore perfectible, des risques liés aux OSRD de leurs clients, tant en, flux qu'en stock, et sont dotés de procédures d'alerte, de mises en garde des clients, et de débouclement des positions également rigoureuses et systématiques. Ces prestataires drainent désormais une majorité des OSRD ;

- celui des banques de détail ou de gestion privée. Celles-ci ont pour la plupart adopté une politique très restrictive en matière d'accès de leur clientèle à ce service, mais les conditions de traitement des OSRD, de suivi des positions, d'alerte des clients et de débouclement des positions sont encore bien souvent très artisanales et très insuffisantes. Des développements importants sont cependant en cours chez bon nombre de ces établissements, qui vont dans le sens d'une automatisation et donc d'une sécurité accrue des traitements.

• Pour ce qui est de la couverture des ordres passés sur instruments financiers à terme cotés sur un marché réglementé, la lecture des rapports a montré que de tels ordres étaient réservés par les prestataires à une très faible partie de leur clientèle, et que les règles de couverture et de débouclement des positions semblaient appliquées de façon systématique par les prestataires à leurs clients.

58 Id.

• Pour ce qui est des provisions en instruments financiers correspondant aux ordres de vente de titres des clients, la lecture des rapports a mis en évidence la nécessité de sécuriser les circuits de traitement des ordres faisant intervenir plusieurs intermédiaires : devront ainsi être renforcées les procédures de traitement des ordres "directs" (passés directement par des donneurs d'ordres à des négociateurs qui ne sont pas leurs teneurs de compte-conservateurs), ainsi que les procédures de suivi des comptes débiteurs en instruments financiers ouverts par les négociateurs purs auprès de leurs compensateurs.

Enfin, l'Autorité des marchés financiers va mener une réflexion sur la nécessité d'imposer aux sociétés de gestion l'obligation de contrôler, au moment de la passation d'ordres pour le compte de leurs clients, l'existence des provisions et couvertures aux comptes de ces clients.