

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER



HUBERT DE VAUPLANE
Directeur juridique et conformité
Groupe Crédit Agricole SA



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit – Paris I
(Panthéon-Sorbonne)



BERTRAND DE SAINT MARS
Délégué général adjoint
Amafi



JEAN-PIERRE BORNET
BPCE
Professeur associé – Paris 11 (Sceaux)

■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES

Contrat d'assurances vie en unités de compte – Investissement en actions – Client averti – Devoir particulier de mise en garde (non).

Cass. com. 9 novembre 2010

En présence d'un client averti auquel elle a délivré une information exacte et complète sur les risques encourus, une banque distributrice d'un contrat d'assurance vie libellé en unité de compte investi sur les marchés actions n'est pas tenue d'un devoir particulier de mise en garde.

Cette décision de la chambre commerciale de la Cour de cassation s'inscrit dans le fil de celle rendue le 6 juillet 2010 par cette même chambre¹. Les faits sont voisins. Des clients qui ont souscrit des contrats d'assurance vie investis en unités de comptes « actions » reprochent à leur banque de ne pas les avoir éclairés sur les risques pesant sur les marchés actions. Le dossier soumis aux magistrats dans la décision du 9 novembre présente l'intérêt de concerner un client dont la description des opérations financières et boursières qu'il avait antérieurement réalisées a permis aux magistrats de considérer qu'il était averti. Après avoir relevé que le client avait été avisé du risque auquel était soumis son investissement en unité de compte « actions » dont la valeur ne pouvait pas être garantie, la Cour considère que la banque n'était pas tenue à l'égard de son client souscripteur d'un devoir particulier de mise en garde. Dès lors, elle avait satisfait à ses obligations en lui délivrant lors de la conclusion du contrat litigieux une information exacte et complète sur les risques encourus. Cet arrêt complète de manière fort heureuse le dispositif adopté par cette même Cour le 6 juillet 2010. La précédente affaire concernait la nature de l'information délivrée à un client que l'on doit supposer profane faute de précisions complémentaires. Cette information était précise puisqu'elle décrivait les possibilités de baisse due à l'investissement du client dans une unité de compte investie en actions. Les pourcentages d'exposition au risque actions étaient mentionnés. La Cour avait alors fort logiquement conclu que ces documents publicitaires faisaient clairement apparaître la nature

boursière du placement nécessairement soumis aux aléas du marché. Dans le dossier examiné par les magistrats le 9 novembre 2010, le client contestait moins la nature de l'information délivrée qu'une absence de mise en garde de la banque qui ne l'aurait pas avisé de l'imminence et ensuite de la gravité du retournement constaté sur les marchés boursiers à partir de 2000. En d'autres termes, le client reprochait à la banque de ne pas lui avoir délivré non pas une information sur les produits mais d'avoir omis de le mettre en garde sur la nature cyclique de ces investissements. La Cour de cassation après avoir relevé que ce client était averti considère que la banque n'était pas tenue d'un devoir particulier de mise en garde. Cette décision doit être approuvée.

Elle conduit cependant à nous interroger sur la nature de la mise en garde qui devrait être délivrée au client profane. Cette mise en garde doit-elle être particulière ou peut-elle simplement résulter de l'information concernant le produit souscrit? Cette information serait bien sûr suffisamment détaillée, précise et compréhensible pour le client profane ce qui exclut des précisions de nature techniques. Nous penchons pour le deuxième terme de l'alternative. La première solution conduirait à élaborer un document dit de « mise en garde » spécifique qui, s'il contribuerait à satisfaire les impératifs de traçabilité, alourdirait sensiblement le processus de commercialisation des produits. L'information doit non seulement être précise sur le produit, sa nature, sa description mais également comporter des mentions relatives à sa « toxicité ». C'est ainsi que des points d'attention doivent rappeler la nature des risques encourus par le client souscripteur. Ce sont ces informations qui, à notre avis, constituent la mise en garde que la Cour de cassation entend voir délivrer au client profane. L'on constatera d'ailleurs que ces points relatifs à la nature des risques encourus par les clients font l'objet de développements spécifiques dans les guides de commercialisation publiés par l'AMF². Une deuxième observation a trait au dispositif visé par la Cour de cassation pour rendre sa décision. Cette dernière, comme celle du 6 juillet 2010, est fondée sur l'article 1147 C. Civ. et sur le manquement éventuel du distributeur ou de la compagnie d'assurances à sa responsabilité contractuelle.

1. Cass. com. 6 juill. 2010, n° 09-13465, cf. cette Chronique, Banque & Droit n° 133, sept.-oct. 2010, p. 42.

2. On relèvera notamment les guides suivants : Le Guide de bonnes pratiques pour la commercialisation des emprunts obligataires auprès des particuliers du 13 oct. 2009; le Guide de bonnes pratiques pour la rédaction des documents commerciaux des titres de créances complexes du 7 juill. 2010; le Guide pour les professionnels sur l'élaboration des prospectus obligataires et les modalités pratiques d'obtention d'un visa du 18 oct. 2010; le Guide de bonnes pratiques pour la rédaction des documents commerciaux au titre de l'actualisation de la doctrine relative aux OPCVM du 21 juin 2010.

Aucune référence au Code des assurances ne figure dans ces décisions. Ce point est important alors même que des discussions ont lieu actuellement entre les compagnies d'assurances et leurs banquiers distributeurs sur la portée de l'obligation d'information à délivrer aux clients. Les compagnies d'assurances considèrent que l'information concerne essentiellement la nature du contrat d'assurance reléguant au second plan les informations relatives aux supports en unités de compte. Certes, elles sont propriétaires des actifs investis dans ces unités de compte mais c'est bien le client qui supporte le risque économique de leurs évolutions. En se fondant sur le seul article du Code civil, la Cour de cassation semble dépasser cette discussion en imposant aux compagnies d'assurances et à leur distributeur de délivrer aux clients une information précise, claire et exacte comprenant des mentions relatives aux risques potentiels attachés à la souscription du produit. L'on rappellera à cet égard l'arrêt rendu par la Cour d'appel de Paris le 7 décembre 2007. Pour justifier l'application des textes du Code monétaire et financier (CMF) à un contrat d'assurance vie en unités de compte investi en instruments financiers, la cour d'appel a considéré que si le contrat d'assurance vie n'était pas un instrument financier, il constituait toutefois un placement financier qui rendait la banque débitrice d'une obligation d'information et de mise en garde en présence d'un opérateur non averti. Cette discussion se poursuivant, l'on examinera avec un réel intérêt les conclusions de la consultation actuellement menée par la Communauté européenne sur les mesures législatives visant à améliorer l'information pré contractuelle des produits d'investissements de détail adossés à des instruments financiers (consultation dite PRIPs).

Produits dérivés – Faillite Lehman – Condition suspensive – Application en cas de faillite.

High Court of London, *Lomas and others v. JRB Firth Rixson Inc*, 21 décembre 2010.

La disposition du contrat ISDA qui prévoit une suspension des paiements n'éteint pas l'obligation de paiement. S'il est ultérieurement remédié à la défaillance, l'obligation de paiement pourrait être mise en jeu. Toutefois, il doit être remédié à la défaillance avant que l'opération n'ait normalement pris fin. Dans le cas contraire, l'obligation de paiement n'entrera jamais en vigueur.

Parmi les nombreux contentieux relatifs à la faillite Lehman et à l'interprétation du contrat ISDA, celui relatif à la clause de l'article 2(a) (iii) est particulièrement intéressant en ce qu'il souligne l'opposition entre le droit des contrats et le droit de la faillite en cas de mise en œuvre d'une clause conditionnelle de paiement. La question est simple : la partie non défaillante qui n'a pas mis fin aux transactions en cours malgré l'état de défaut de sa contrepartie (ce qui constitue un cas assez marginal dans les opérations avec Lehman³) peut-elle suspendre

ses obligations de paiement aussi longtemps qu'elle le souhaite? Dans une décision très attendue, la Haute Cour d'Angleterre et du pays de Galles répond positivement. Elle rejette le double argument avancé par les administrateurs de Lehman, selon lesquels soit les conditions doivent être déduites implicitement dans la convention-cadre, soit il y a violation du principe de non-dépossession. Le juge anglais s'en tient à une lecture stricte et littérale du contrat, sans rien y ajouter⁴.

Tout le contentieux tournait autour de la rédaction de l'article 2(a)(iii) de la convention-cadre ISDA⁵. Cet article prévoit comme condition suspensive (*condition precedent*) à tout paiement dû dans le cours normal d'une opération le fait que le bénéficiaire n'ait pas fait l'objet d'une défaillance (telle que l'insolvabilité). Lorsque LBIE a fait défaut, ses contreparties n'étaient donc plus tenues d'effectuer un paiement à LBIE et ne pouvaient plus recevoir de paiement de LBIE. Indépendamment de cette condition suspensive, une contrepartie a aussi le droit, en vertu de l'article 6 du même contrat, de liquider une opération qui entraînerait une créance pour LBIE si elle est « dans la monnaie », ou pour la contrepartie si le marché a évolué dans son sens.

Si la liquidation entraîne une créance pour LBIE, elle ne peut pas apparaître comme une solution intéressante. L'article 2(a)(iii) prévoit que dans un tel cas la partie non défaillante n'est pas tenue de payer la partie défaillante. Cette disposition a pour effet d'empêcher une partie défaillante de réclamer les sommes dues par une partie non défaillante, ce qui peut avoir un impact négatif sur les créanciers de la partie défaillante. Elle protège généralement une partie non défaillante contre le risque de voir augmenter ses pertes potentielles face à une partie défaillante ou d'être obligée de liquider toutes les opérations prématurément, à perte. Cependant, elle a également pour effet d'empêcher une partie défaillante de réclamer les sommes qui lui sont dues par sa contrepartie non défaillante. Elle peut avoir un impact grave sur la partie défaillante et ses créanciers, si la partie défaillante est placée sous administration judiciaire. Les quatre contreparties dans l'affaire *JRB Firth Rixson* se trouvaient dans cette situation. Elles avaient conclu des swaps pour couvrir le risque de taux d'intérêt, mais ces derniers étaient passés en dehors de la monnaie (*out of the money*). LBIE a allégué que l'inaction et la non-liquidation des opérations par les contreparties non défaillantes avaient entraîné une perte de plus de 60 millions GBP sur

Au cas présent, ce sont 5 des quelque 307 opérations encore en cours qui ont retenu l'attention du juge anglais.

4. Cf. aussi, « ISDA's Master Agreement : it does what it says on the tin » : Clifford Chance, Client briefing, 2010.
5. L'article 2 des deux conventions-cadres de 1992 et 2002 prévoit, entre autres, les dispositions suivantes : D'une part, chaque obligation de paiement d'une partie au titre d'une opération est soumise à la condition suspensive qu'aucune défaillance à l'égard de l'autre partie n'ait eu lieu ou ne soit en cours (article 2(a) (iii)) ; d'autre part, si des sommes sont dues par les deux parties au titre de la convention, elles peuvent être compensées, lorsque certaines conditions sont remplies, et la différence peut être payée par la partie en dehors de la monnaie à la partie dans la monnaie (article 2(c)). Lorsqu'une partie est défaillante au titre de la convention-cadre ISDA et qu'une somme est due par la contrepartie, les dispositions ci-dessus ont les effets suivants : (i) la contrepartie n'a pas l'obligation de payer la somme au titre de l'article 2(a) de la convention ; (ii) la somme ne peut pas être compensée pour réduire la dette de la partie défaillante au titre de l'article 2(c) de la convention.

3. Lehman Brothers International (Europe) est partie à quelque 2 000 opérations sur dérivés faisant l'objet d'une convention-cadre ISDA, dont 1 693 ont été liquidées.

ses actifs. Pour compenser cette perte, les administrateurs de LBIE ont soutenu que l'article 2(a)(iii) n'entraînait pas une suspension indéfinie (*indefinite suspension*) ou, si tel était le cas, celle-ci était inapplicable. Plus précisément, les administrateurs de LBIE ont soutenu que l'argument des contreparties était une interprétation « commercialement déraisonnable » de la convention-cadre ISDA, et que des conditions implicites devaient donc être déduites de la convention-cadre ISDA pour donner un résultat plus « commercialement raisonnable ». Selon eux, l'une quelconque des conditions suivantes devait être induite implicitement : soit, l'article 2(a)(iii) suspend les obligations de paiement de la partie non défaillante uniquement pendant une « durée raisonnable » ; soit l'article 2(a)(iii) suspend les obligations de la partie non défaillante jusqu'à ce que l'opération ou toutes les opérations entre les parties régies par la convention-cadre ISDA soient terminées ; soit enfin, la partie non défaillante est, au titre de l'article 6(a), dans l'obligation constante d'exercer son pouvoir discrétionnaire de fixer ou non une « date de fin précoce » (*Early Termination Clause*), au titre de la convention-cadre ISDA, et elle doit l'exercer dès lors qu'il apparaît clairement que la défaillance de l'autre partie est permanente. Ces trois arguments aboutissaient à la même conclusion, à savoir que les contreparties devaient alors payer les montants dus à LBIE.

La première question qui se posait au juge était de savoir si l'effet de l'article 2(a)(iii) en cas de faillite de l'une des deux parties au contrat était de suspendre l'obligation de paiement ou de l'éteindre définitivement. Les parties étaient convenues que le modèle 2002 de la convention-cadre ISDA prévoyait une condition suspensive (*condition precedent*), car l'article 9(h)(i)(3) exige expressément le paiement des intérêts à compter de la date à laquelle le paiement aurait été dû, mais selon l'article 2(a)(iii), jusqu'à la date à laquelle le paiement devient effectivement exigible. S'il n'avait pas été possible que le paiement devienne obligatoire après la date initiale, cette disposition aurait été superflue. La convention-cadre de 1992 ne comprend pas cette disposition, mais le juge Briggs a statué qu'elle aussi ne faisait que suspendre les paiements. Son principal argument a été que si un cas de défaillance (*Event of Default*) éteignait définitivement une obligation de paiement, le résultat serait « d'une sévérité injustifiée ». Pourquoi une défaillance, par exemple de courte durée et dont la partie défaillante ne serait pas responsable bénéficierait-elle ainsi à la contrepartie non défaillante ? Par cette conclusion, le juge a refusé de suivre la décision rendue par un autre juge anglais, le juge Flaux dans l'affaire *Marine Trade SA v. Pioneer Freight Futures Co Ltd* [2009] Haute Cour de justice d'Angleterre et du pays de Galles. Dans cette décision, la Haute Cour a jugé que la partie non défaillante pouvait refuser d'effectuer des paiements et a conclu, dans un *obiter dictum*, que même si la partie défaillante cessait d'être défaillante à une date ultérieure, aucune disposition de la convention-cadre ISDA ne suggérerait que l'obligation de paiement de la partie non défaillante était automatiquement remise en vigueur. Selon la cour, l'article 2(a)(iii) est une disposition « ponctuelle » pour déterminer si un montant est payable ou non : si aucune obligation de paiement

n'existait à la date de règlement pertinente, l'obligation de paiement est éteinte. Dans la présente affaire, la cour a estimé que l'interprétation du juge Flaux d'une disposition « ponctuelle », applicable « une fois pour toutes » était erronée. Elle estime en effet qu'elle pourrait produire un résultat contraire à l'intérêt du commerce, par exemple dans le cas d'une défaillance de courte durée, dont la partie défaillante n'était pas responsable, comme la demande en liquidation présentée par un plaignant abusif. Elle estime aussi que la condition suspensive n'est pas réalisée, même s'il n'existe qu'une défaillance potentielle n'aboutissant jamais à une défaillance réelle. Le juge Briggs a dès lors considéré que la suppression permanente d'une obligation de paiement dans ces circonstances ne correspondait pas à l'esprit de la convention-cadre ISDA. C'est pourquoi il a conclu que l'obligation de paiement subsistait, mais uniquement jusqu'à la date de fin de l'opération.

La décision de la Haute Cour s'opposait à la décision du Tribunal américain des faillites, rendue en septembre 2009, selon laquelle la partie non défaillante devait continuer d'effectuer les paiements au titre d'un swap de taux d'intérêt ou mettre fin à l'opération et payer les montants dus à la partie défaillante.

À la suite de ces deux affaires, le ministère britannique des Finances a publié un document de consultation sur l'article 2(a)(iii) de la convention-cadre ISDA. Dans ce texte, l'administration encourageait l'ISDA à consulter ses membres pour élaborer une solution appropriée à la question de l'article 2(a)(iii) et pour assurer aux administrateurs qu'il sera mis fin aux opérations dans un délai raisonnable.

Si l'effet de l'article 2(a)(iii) n'est alors que suspensif et non extinctif, quelle doit alors être la durée de cette suspension ? LBIE a soutenu qu'il devait être déduit implicitement du contrat que la suspension ne peut ne pouvait durer que le temps nécessaire pour que la contrepartie décide d'exercer son droit de liquidation, en vertu de l'article 6⁶ ou, dans le cas contraire, que les opérations suivent leur cours normal. Dans les deux cas, la compensation avec déchéance du terme (*close out netting*) doit avoir lieu lorsque la suspension a pris fin. On comprend la logique des liquidateurs de Lehman car toute autre solution pourrait venir réduire les créances que la partie non défaillante doit à Lehman. Tout comme dans les décisions américaines où elle agit comme *Amicus curiae*, l'ISDA est intervenue dans ce contentieux. Elle est indiquée que la suspension n'était pas limitée dans le temps, et que le paiement puisse devenir obligatoire à tout moment, s'il était porté remède à la défaillance, ce qui pouvait laisser pour toujours un passif éventuel dans les livres de la contrepartie.

Le juge a rejeté ces arguments présentés par Lehman. L'article 9(c) prévoit que, sans préjudice de l'article 2(a)(iii),

6. Section 6 of the ISDA Master Agreement provides that if a party is in default, the other party may serve a notice on the defaulting party, which will crystallise the liability of each party under the agreement. Ordinarily, the net amount of the liabilities is then paid to whichever party is in the money. Unlike section 2, there is no condition precedent that the liability of a party is dependent upon the other party not being in default. Accordingly, the net amount calculated under section 6 can be very different to the net amount calculated under section 2(c).

les obligations des parties survivent à la fin de toute opération. Bien que la formulation soit « peu élégante » selon le juge, cela signifie qu'une obligation de paiement suspendue par l'article 2(a)(iii) ne pourrait jamais naître après la date de fin prévue, s'il n'a pas été remédié à la défaillance à cette date. Le juge Briggs a considéré qu'il n'y avait pas motif à déduire implicitement une suspension d'une plus courte durée, et encore moins l'obligation de mettre fin aux opérations, si cela entraînait une créance pour LBIE. Les contreparties pouvaient exercer leurs droits en vertu de la convention-cadre dans leur propre intérêt.

Le principe de non-dépossession (*Anti-deprivation*)⁷, mis en évidence par l'affaire *Perpetual Trustee Co Ltd v. BNY Corporate Trustee Services Ltd* [2009] de la cour d'appel d'Angleterre et du pays de Galles (Chambre civile) 1160, est fondé sur l'affirmation selon laquelle les parties ne peuvent pas déroger par convention à la législation sur l'insolvabilité, qui régit les modalités de gestion des actifs en cas de liquidation. Selon les administrateurs, si l'effet de la défaillance était de supprimer l'obligation de la partie non défaillante d'effectuer un paiement, l'effet commercial était de priver les créanciers de la partie défaillante du bénéfice des paiements en provenance de la partie non défaillante. Les administrateurs ont admis que l'obligation de paiement de la partie non défaillante dépendait, par définition, de l'absence d'une défaillance en cours, mais ont allégué qu'elle était néanmoins contraire au principe de non-dépossession, puisqu'elle entraînait un bénéfice pour la partie non défaillante, en cas d'insolvabilité de la partie défaillante. Dans l'affaire *JRB Firth Rixson*, le juge Briggs a considéré que l'esprit de ce principe avait été « dénaturé » par des distinctions formalistes, mais que la tendance était à restreindre son application en raison des dispositions anti-contournement complexes, prévues dans la législation sur l'insolvabilité, et de la nécessité d'une sécurité contractuelle. Le juge a ainsi considéré que le principe ne s'appliquait pas aux swaps de taux d'intérêt en question. Même si l'effet de l'article 2(a)(iii) était de déposséder LBIE d'un actif en raison de son insolvabilité, cet actif (série de paiements) avait été consenti à LBIE en échange de l'obligation permanente pour LBIE de payer ses contreparties. Étant donné que l'insolvabilité empêchait LBIE de le faire, le contrat pouvait autoriser la rupture ou l'adaptation de ce qui autrement aurait été une relation avec une société insolvable. Le juge Briggs a insisté sur le fait que cela ne signifiait pas que l'article 2(a)(iii) ne pouvait jamais violer le principe de non-dépossession. Si une société insolvable n'avait plus d'obligation à exécuter, le résultat pourrait être différent. Le juge a ajouté que si toutes les parties, y compris LBIE, n'étaient pas convenues que les contreparties de LBIE ne pourraient pas réclamer les sommes brutes qui leur étaient dues, il aurait aussi pu statuer différemment sur le principe de non-dépossession. LBIE était payeur de taux variable sur les swaps de taux d'intérêt, mais son paiement brut aurait normalement été compensé, en vertu de l'article 2(c), par les paiements de taux fixe dus par ses contreparties.

Dans l'affaire *Marine Trade SA v. Pioneer Freight Futures Co Ltd* [2009] de la Haute Cour de justice d'Angleterre et du pays de Galles (Chambre commerciale) 2656, l'obligation de paiement de la contrepartie à la partie défaillante ayant été supprimée par l'article 2(a)(iii), la cour a décidé qu'il n'y avait rien à compenser et que la somme brute était payable par la partie défaillante. Puisque toutes les parties étaient convenues que *Marine Trade* avait tort sur ce point, le juge s'est contenté de raisonner en partant de cette convention, sans décider si elle était fondée ou non.

Au final, conscient de la réputation et de l'importance de la convention-cadre ISDA, le juge dans l'affaire *JRB Firth Rixson* a rejeté les arguments selon lesquels les conditions de la convention devaient être déduites implicitement. La convention doit être interprétée strictement d'une manière répondant aux objectifs de clarté, de sécurité et de prévisibilité. Si la convention n'a pas prévu ce qui devait arriver si un événement particulier survenait, la réponse est que rien ne doit arriver. Il s'agit là d'une posture traditionnelle du juge anglais qui ne va pas rechercher l'intention des parties si le contrat lui semble clair. Or, si le contrat ne dit rien sur un point, il ne revient pas au juge de substituer a posteriori aux parties en interprétant leur intention ou volonté supposée. Face à une contrepartie insolvable, une partie a le droit de décider dans son propre intérêt s'il convient de mettre fin à la convention, donnant lieu à une indemnité de résiliation d'une manière ou d'une autre, ou de ne rien faire, conformément à l'article 2(a)(iii). Le principe général du droit des contrats anglais est que les parties peuvent convenir de ce qu'elles veulent. Mais ce principe général n'est pas sans exception. L'une de ces exceptions est le principe de non-dépossession. L'article 2(a)(iii) n'a pas violé le principe de non-dépossession concernant les swaps de taux d'intérêt en question dans l'affaire *JRB Firth Rixson*, mais cela ne signifie pas que l'article 2(a)(iii) ne puisse jamais le faire. Notamment dans le cas où la partie non défaillante aurait prononcé l'exigibilité anticipée de tous les contrats en cours pour calculer un solde net de résolution. Mais il s'agit là d'une nouvelle histoire dans la longue saga de l'affaire *Lehman*.

PSI – Transmission d'ordres – Investisseur profane – Opérations spéculatives – Devoir d'alerte à l'entrée en relation (oui) – Devoir de conseil (non).

Cass. com., 9 novembre 2010, n° 09-71065.

Le prestataire de services d'investissement investi d'un mandat de transmission d'ordres n'est tenu à ce titre d'aucune obligation de conseil à l'égard de son client. Il est en revanche tenu, dès l'origine des relations contractuelles, de mettre en garde son client contre les risques encourus dans les opérations spéculatives envisagées par celui-ci, hors le cas où il en a connaissance.

Cette décision, bien que n'étant pas destinée à être publiée au Bulletin, mérite néanmoins d'être signalée sur deux points. En premier, elle fait nettement la distinction entre l'obligation de conseil et le devoir d'alerte du prestataire de services d'investissement. En l'espèce, le client

7. Le principe de « non-dépossession » est un droit accordé à la cour, en *Common law*, d'annuler une stipulation contractuelle, si son effet est de priver les créanciers du bénéfice d'un actif de la société, en cas d'insolvabilité de cette dernière.

avait conclu un mandat de transmission d'ordres avec gestion assistée et reprochait d'abord à l'intermédiaire de ne pas avoir exercé son obligation de conseil pendant toute la durée de l'exécution du contrat. La Cour de cassation, après la cour d'appel, rejette cette prétention et précise « que le prestataire de services d'investissement investi d'un mandat de transmission d'ordres n'est tenu à ce titre d'aucune obligation de conseil à l'égard de son client ». En revanche, au visa de l'art. 1147 C. Civ., elle accepte le second moyen du pourvoi, sur le fondement de l'obligation de l'alerte. La cour d'appel avait estimé que l'intermédiaire avait rempli son obligation de mise en garde contre les risques encourus dans des opérations spéculatives (en l'espèce, des achats optionnels sur le marché des matières premières agricoles) dans la mesure où le client avait reçu de la banque teneur du compte « une documentation l'informant sur les marchés à terme, les caractéristiques des droits d'option et les risques encourus », avait reconnu avoir été informé « que les opérations sur les produits de base étaient considérées comme des investissements à risque, qu'il pouvait subir la perte totale de toutes les sommes déposées auprès de son courtier » et avoir compris ces informations, avait également admis, en souscrivant le mandat de transmission d'ordres, avoir « pris connaissance du règlement de la COB, des règles du marché du MATIF, des règles de la chambre de compensation et des fiches techniques relatives aux contrats traités sur les marchés », et avait signé l'ensemble de ces documents « qui le mettaient en garde contre les risques encourus ». La Cour de cassation estime que ces éléments ne démontrent pas que le client avait été « averti des risques encourus dans les opérations spéculatives sur les marchés des matières premières agricoles ni que [le courtier] l'avait, dès la conclusion du mandat de transmission d'ordres, mis en garde contre ces risques ». Elle confirme ainsi que l'exécution de l'obligation prétorienne de mise en garde ne peut reposer sur des documents généraux ni sur la reconnaissance du client qu'il a été averti des risques encourus. La preuve doit être apportée par la banque qu'elle l'a concrètement et spécifiquement mis en garde. La cour régulatrice confirme sa position exigeante⁸.

PSI – Transmission d'ordres – Opérations spéculatives (trackers) – Devoir d'alerte – Devoir supposant une information spéciale du client.

Paris, Pôle 5 – Chambre 6, 5 novembre 2010, n° 08/08688.

La banque est tenue d'une obligation particulière de mise en garde, dont il lui appartient de rapporter la preuve qu'elle a veillé à son exécution.

Les trackers sont des opérations spéculatives. Leur acquisition oblige le teneur de compte à, non seulement fournir au client des informations suffisantes sur les produits souscrits, mais encore à l'éclairer sur les termes techniques présents dans les fiches-produits pour le rendre à même d'apprécier la nature du risque inhérent aux opérations financières envisagées.

Dans sa décision du 5 novembre 2010, la cour d'appel de Paris s'inscrit dans la ligne de la précédente. En l'espèce,

la banque avait laissé son client souscrire à des « trackers CAC 40 », c'est-à-dire des parts d'un fonds répliquant la performance d'un indice (plutôt dénommés aujourd'hui ETF, « Exchange Traded Fund »), en l'occurrence l'indice CAC 40, trackers négociés sur le segment « Next Track » d'Euronext Paris. Les opérations conclues l'avaient été sous forme d'options. La banque avait remis au client les fiches descriptives des produits proposés et estimait qu'elle avait ainsi rempli son obligation d'information. La cour estime que ces fiches étaient « insuffisantes pour justifier de l'exécution de l'obligation spécifique d'information, soit de mise en garde ». Elle ajoute que « cette obligation lui étant spécifique face à un opérateur non-averti et à des opérations spéculatives », il appartient à la banque « de rapporter la preuve qu'elle a veillé à l'exécution de cette dernière » en lui présentant « lors de leur acquisition, les risques inhérents aux trackers, et notamment les risques réels de perte en cas d'évolution à la baisse de l'indice boursier sur lequel ils étaient indexés ». Elle exige donc une preuve spéciale de la mise en œuvre spécifique et concrète du devoir d'alerte du client profane dans les opérations spéculatives. Elle rejoint, sur ce point, l'arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation du 9 novembre 2010 commenté ci-dessus. Notons, à cette occasion, qu'elle estime « que les trackers sont des opérations spéculatives » par nature.

PSI – Transmission d'ordres – Opérations spéculatives – Devoir d'alerte – Exécution avant la conclusion de la convention de compte.

Cass. com. 30 novembre 2010, n° 09-70810.

L'intermédiaire financier non teneur de compte est tenu, quel qu'il soit, comme le teneur de compte, de donner une information spécifique sur les risques encourus dans les opérations spéculatives.

Cette information doit être donnée avant la signature des contrats et non postérieurement à celle-ci.

Cette décision⁹, qui sera publiée au Bulletin, apporte une précision d'une certaine évidence, qu'il suffit de signaler. La Cour de cassation confirme la condamnation de l'intermédiaire qui n'avait alerté son client profane sur les risques courus que postérieurement à la conclusion de la convention de tenue de compte et de RTO, surtout, et à la réalisation des placements. Elle rappelle que l'investisseur « aurait dû recevoir une information spécifique sur les risques encourus avant la signature des contrats et non postérieurement à celle-ci dès lors qu'elle n'était pas un investisseur averti ». Cette décision ne peut qu'être approuvée dans la mesure où l'information spécifique due à l'investisseur profane qui réalise des opérations spéculatives n'a d'intérêt que si elle lui est donnée avant qu'il ne les ait conclues. Mais l'attendu de principe semble retenir que si le client avait reçu l'avertissement avant de réaliser les placements, mais postérieurement à la conclusion de la convention, il aurait néanmoins pu s'en plaindre. Une telle interprétation serait excessive, car le lien de causalité entre la faute

8. Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Economica, n° 390.

9. Voir X. Delpech : D. 2010, 2900.

(information postérieure à la conclusion du contrat) et le préjudice (né d'opérations conclues postérieurement à la mise en garde) serait brisé par l'information reçue avant l'accomplissement des opérations. Notons au passage que la Cour de cassation fait, à cette occasion, une nouvelle application de l'estoppel. En effet, elle confirme la décision de la cour d'appel qui avait refusé la demande du client d'écarter une pièce des débats, parce que celui-ci l'avait visée dans ses écritures à l'appui de ses propres prétentions.

Émetteur – Information permanente du marché – Communication d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses – Responsabilité de plein droit du dirigeant social.

Cass. com. 15 juin 2010, n° 09-14968.

Le dirigeant social d'une société qui a commis un manquement à l'obligation d'information du public en est personnellement responsable, comme la société.

Les dispositions de l'art. 632-1 du Règlement général de l'AMF n'exigent pas que soit établi le caractère intentionnel de la communication d'une information inexacte, imprécise ou trompeuse.

Cette décision, qui est destinée à être publiée au Bulletin¹⁰, porte sur la question du caractère intentionnel de la communication d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses. En l'espèce, un dirigeant social avait été condamné par l'AMF en raison d'une note d'opération et d'un communiqué qui ne donnaient pas au public une information exacte, précise et sincère. La condamnation de l'intéressé avait été prononcée parce que les manquements lui étaient objectivement imputables en sa qualité de président du directoire, indépendamment de sa bonne ou mauvaise foi, ce que la cour d'appel avait confirmé. Celui-ci reprochait à la décision de sanction et à l'arrêt de la cour d'avoir ainsi méconnu « la nécessité pour les manquements litigieux de revêtir un caractère intentionnel pour être sanctionnables » et violé « les dispositions de l'art. 632-1 du Règlement général de l'AMF, ensemble les art. 6 et 7 de la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales ». La Cour de cassation rejette le pourvoi au motif « qu'il résulte de l'art. 632-1 du Règlement général de l'AMF que toute personne doit s'abstenir de communiquer des informations qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses » et « que ces dispositions n'exigent pas que soit établi le caractère intentionnel de la communication de ces informations ». Cette affirmation n'est pas nouvelle et résulte d'une jurisprudence bien assise, depuis l'affaire Rhodia, qui a posé le principe de l'imputation aux dirigeants des manquements relatifs à la communication financière de la société : « Le dirigeant d'une société, par ses fonctions mêmes, est supposé maîtriser la communication de l'entreprise ; qu'il s'agit de là que, lorsqu'une telle information est

communiquée, il doit en principe en répondre »¹¹. C'est ce que confirment les textes (art. 221-1 et 632-1 du Règlement général de l'AMF). Le caractère objectif du manquement se justifie par la finalité de la régulation financière. Là se marque la différence avec un délit pénal. Rappelons que le dirigeant social ne peut pas invoquer la théorie de la faute détachable¹², et ne peut échapper à sa responsabilité de plein droit qu'en démontrant « que des circonstances particulières, dont il lui appartient de démontrer la réalité, ne l'ont privé de l'exercice total ou partiel de ses fonctions, justifiant qu'il en ait légitimement ignoré le caractère fallacieux [de l'information communiquée] »¹³.

Question prioritaire de constitutionnalité (QPC) – Droit des marchés financiers – Premières demandes de transmission – Premiers refus.

Cass. com., 15 juin 2010, n° 09-14968 ; Cass., Ass. plén., 8 juillet 2010, n° 09-71252 et 10-10965 ; CE, 6^e et 1^{re} sous-sections réunies, 16 juillet 2010, n° 32-1056 ; CA Paris, pôle 5-chambre 7, ordonnance, 4 janvier 2011, n° 10/21353.

Plusieurs demandes de transmission de questions prioritaires de constitutionnalité ont été formulées dans le domaine du droit des marchés financiers, mais ont été rejetées : sur le caractère objectif du manquement d'initié, sur le montant des sanctions administratives, sur le cumul des sanctions pénales et administratives, sur les visites domiciliaires effectuées par l'AMF sur autorisation du tribunal.

La question prioritaire de constitutionnalité est une innovation majeure qui bouleverse notre ordonnancement juridique et juridictionnel, le Conseil constitutionnel s'approchant ainsi d'une cour suprême, ce qui suscite des réactions, en particulier de la Cour de cassation¹⁴. Au-delà des premières escarmouches de procédure, qui ne sont pas sans importance, il faut avoir égard aux conséquences de fond car, ce qui va changer le visage du droit français, c'est le passage au tamis des principes constitutionnels des règles du droit substantiel. Le droit des marchés financiers ne reste pas à l'écart. La Cour de cassation, le Conseil d'État et la cour d'appel de Paris ont déjà été saisis, mais ont refusé toutes les demandes de transmission. La Cour de cassation a estimé que le manquement d'initié n'exigeait pas que soit établi son caractère intentionnel malgré la présomption d'innocence (15 juin 2010, n° 09-14968), que la sanction du décuple du montant des profits réalisés était suffisamment précise pour ne pas être contraire au principe de légalité des délits et des peines (8 juillet 2010, n° 09-71252 et 10-10965) et que le

11. Paris, 20 mai 2008, affaire Rhodia : Bull. Joly Bourse 2008, p. 492, note H. Bouthinon-Dumas ; Cass. com. 7 juill. 2009, affaire Rhodia, n° 08-17404 ; Bulletin Joly Bourse nov.-déc. 2009, p. 472, note H. Bouthinon-Dumas ; Banque & Droit n° 127, sept.-oct. 2009, p. 29 ; voir Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Economica, n° 436-2.

12. Cass. com. 31 mars 2004, affaire Kalisto : RDBF juill.-août 2004, p. 269, obs. H. Le Nabasque ; *Droit des sociétés* juill. 2004, p. 28, note Th. Bonneau ; Bull. Joly Bourse juill.-août 2004, p. 460, note J.-J. Daigre ; Cass. com. 10 févr. 2009 : Bull. Joly Sociétés 2009, p. 499.

13. Paris, 20 mai 2008, affaire Rhodia, préc.

14. Voir le numéro spécial de *La Semaine Juridique Edition Générale* n° 48 du 29 nov. 2010.

10. Voir R. Mortier, *Droit des sociétés*, déc. 2010, p. 29, n° 231.

cumul de sanctions pénales et administratives n'était pas contraire au principe de non-cumul des peines (8 juillet 2010, n° 10-10965). De son côté, le Conseil d'État a jugé que la question du cumul de sanctions a déjà été tranchée par le Conseil constitutionnel en 1989¹⁵, que le principe de non-cumul ne s'applique pas au cumul de sanctions pénales et administratives, sous réserve du principe de proportionnalité, que la définition des sanctions pécuniaires est suffisamment précise pour être conforme au principe de légalité des délits et des peines, enfin que les textes du CMF relatifs aux abus de marché ne contreviennent pas à la présomption d'innocence car, s'ils n'exigent pas la caractérisation d'un élément moral, celui-ci se déduit des termes mêmes de leur définition. Le Conseil d'État est donc en harmonie avec la Cour de cassation, sous réserve d'une différence : là où la Cour de cassation estime qu'il n'y a pas d'élément intentionnel dans la définition du manquement et que cet élément n'est pas nécessaire, le Conseil d'État n'écarte pas la nécessité d'un élément moral, mais déduit des termes mêmes de la définition des abus de marché que sa caractérisation n'est pas nécessaire. Enfin, la cour d'appel de Paris a rejeté une QPC portant sur la possibilité pour l'AMF d'obtenir une ordonnance du président du tribunal de grande instance lui permettant de procéder à des visites domiciliaires et sur les conditions de réalisation de celle-ci, la question étant de savoir si cette possibilité n'était pas contraire au droit à un procès équitable, au droit à l'inviolabilité du domicile, au droit au respect de la vie privée, au droit de propriété et à celui de la liberté d'entreprendre. Ce à quoi la cour d'appel a refusé de faire droit au motif de l'absence de sérieux de la question, jugeant que, si le Conseil constitutionnel n'avait pas eu l'occasion de statuer sur la constitutionnalité des textes en cause, il avait déclaré conformes les dispositions identiques de l'art. L. 16 B du livre des procédures fiscales dans deux décisions du 29 décembre 1984¹⁶, ce qui est transposable.

Chaque fois, la demande de transmission d'une QPC au Conseil constitutionnel a donc été refusée pour les deux mêmes raisons cumulées : la question n'était pas nouvelle et ne présentait pas de caractère sérieux. C'est à propos du caractère sérieux que les juridictions montrent le bout du nez et procèdent à un filtrage au fond, ce qui leur permet de donner un premier avis sur le caractère constitutionnel des dispositions qui leur sont soumises. En l'occurrence, les décisions commentées ne surprennent pas. Il n'en reste pas moins que la question du non-cumul des peines devrait être reprise et approfondie, notamment au regard du droit européen, tant il reste choquant qu'on puisse condamner deux fois à des sanctions de même nature pour les mêmes faits. Baptiser les sanctions de l'AMF de « sanctions administratives » pour les faire échapper au non-cumul des peines pénales relève d'une distinction plus formelle que substantielle¹⁷.

Manquement d'initié – Caractéristiques – Transmission de l'information privilégiée.

AMF, Commission des sanctions 18 novembre 2010, MM Pascal Koskas, Abel Sberro, X, Olivier Hoën, Arnaud Bezzina, Patrice Bourgeois, Y et Z.

L'établissement par un prestataire de service d'investissement d'une liste d'initiés permet de considérer que l'opération financière envisagée répond à cette date au critère de précision requis par l'article 621-1 du règlement général de l'AMF. La détention de l'information privilégiée se traduit par la nature des investissements réalisés dès lors que ceux-ci sont anormaux ou inhabituels au regard des habitudes d'investissements des personnes mises en cause.

Cette décision de la Commission de sanctions relative à la transmission d'une information privilégiée et la réalisation d'opérations d'initiés est relativement classique. Elle s'inscrit ainsi dans le fil des décisions précédemment rendues par la Commission des sanctions relative notamment à l'application de la méthode du faisceau d'indices qui laisse présumer la détention d'une information privilégiée¹⁸. Ainsi la détention d'une information privilégiée est établie par un faisceau d'indices concordants d'où il résulte que seule la détention de cette information peut expliquer la nature des opérations réalisées par la personne mise en cause. Au cas d'espèce, les opérations réalisées par des proches d'un collaborateur financier en charge d'une importante opération financière ne pouvaient s'expliquer que par la détention de l'information qui leur avait été transmise directement ou indirectement. C'est ainsi, comme la Commission l'avait déjà décidé, que le caractère atypique des investissements réalisés à la suite d'investissements massifs et limités dans le temps démontre la détention d'une information privilégiée seule à l'origine des décisions d'investissements des personnes mises en cause¹⁹.

Plus originale est l'affirmation de la Commission des sanctions selon laquelle le projet d'opération financière était suffisamment défini pour avoir des chances raisonnables d'aboutir à compter de la date de création par l'intermédiaire financier d'une liste d'initiés relative à cette opération. La Commission précise ainsi que c'est à cette date que l'opération répondait au critère de précision requis par l'article 621-1 du règlement général de l'AMF pour être constitutive d'une information privilégiée. Cette affirmation, strictement conforme à la lettre des textes car l'établissement des listes d'initiés concerne les personnes titulaires d'informations privilégiées, doit cependant être relativisée²⁰. En effet, les émetteurs comme les intermédiaires procèdent dans la pratique à la constitution de liste d'initiés le plus souvent dès l'origine d'une opération. L'expérience démontre que, soucieux de protéger leurs clients, le marché et leur image, les établis-

15. Cons. const. 28 juill. 1989, n° 89-260 DC.

16. Cons. const. 29 déc. 1984, n° 84-184 DC et 89-268 DC.

17. H. Le Nabasque, « La règle "non bis in idem" et les abus de marché (à propos des arrêts de l'assemblée plénière du 8 juill. 2010) » : RDBF, n° 6, nov-déc. 2010, p. 1.

18. Voir notamment, AMF, *Com. sanctions*, 21 sept. 2009, MM. A, B, C, D et E, Bull. Joly Bourse n° 2 mars-avr. 2010, pp. 132-137, note G. Roch ; AMF, *Com. sanctions* 15 oct. 2009, Sociétés A, B, C et D.

19. AMF, *Com. sanctions* 23 déc. 2008, MM. X. Thoma, C. Thoma, S. Moccia, G. Batista Di Natale, A, W, B, C, D, A. Filosa, F. Pantanella, E, F, G et H : cf. cette chronique Banque & Droit n° 128 nov.-déc. 2009, p. 47.

20. Art. L. 621-18-4 CMF, Art. 223-27 à 223-31, 315-16 du RG AMF.

sements financiers constituent des listes d'initiés sans s'interroger sur le caractère certain de l'opération. Seule sa probabilité ou simplement l'ouverture du dossier de travail implique et justifie l'ouverture des listes. Aucune analyse sur le caractère certain de l'opération n'est, dans les faits réellement, réalisée. Dès lors, la Commission en retenant comme date du caractère certain de l'opération financière celle de la constitution d'une liste d'initiés fait porter sur l'émetteur et ses intermédiaires le soin de qualifier le caractère certain de l'opération envisagée ce qui nous semble excessif et en tout cas non généralisable à titre de présomption irréfragable compte tenu des pratiques constatées et dictées par un légitime principe de précaution qui va au-delà de la lettre des textes.

■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

Professionnels des marchés financiers – Rémunérations – Incidences sur l'exposition aux risques – Dirigeants – Règlement CRBF 97-02 – Directive CRD 3.

Arrêté du 13 décembre 2010 modifiant diverses dispositions réglementaires relatives au contrôle des rémunérations des personnels exerçant des activités susceptibles d'avoir une incidence sur le profil de risque des établissements de crédit et entreprises d'investissement ainsi que diverses dispositions de nature prudentielle, JO du 17 décembre 2010.

Le règlement 97-02 vient à nouveau d'être modifié pour assurer la transposition des règles posées au niveau européen pour encadrer la rémunération, de certains salariés des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Le dispositif rigoureux mis en place par la France il y a un an se voit durci sur certains points dans un cadre harmonisé en Europe. La question de la situation concurrentielle de l'Europe par rapport aux États-Unis et à l'Asie reste toutefois posée.

Il y a à peine un peu plus d'un an, nous commentions dans ces pages les modifications réglementaires intervenues en France afin d'encadrer les mécanismes de rémunérations des professionnels de marché²¹. L'objectif, comme on le sait, était de décliner les principes arrêtés en la matière par le Conseil de la stabilité financière²² et entériné par le G20 lors du Sommet de Pittsburgh. À cette occasion, la France avait fait seule le choix d'une déclinaison particulièrement rigoureuse et précise de ces principes, ce qui à l'époque, nous avait amené à exprimer la crainte « que les établissements financiers français ne soient placés en position concurrentielle désavantageuse lorsqu'il s'agira d'attirer ou de retenir les meilleurs éléments ». La question se trouve toutefois aujourd'hui renouvelée puisque le dispositif s'insère désormais dans un cadre européen harmonisé en application des nouvelles dispositions incluses dans la directive CRD 3²³.

En effet, s'agissant d'un enjeu de maîtrise de leurs risques par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement, cette directive de nature prudentielle a été considérée comme le véhicule approprié pour s'attaquer « aux risques inhérents à deux causes majeures de la crise actuelle : la titrisation et les politiques de rémunération », comme cela a été souligné lors de la présentation mi-juillet 2009 de la proposition de la Commission européenne²⁴. Il aura fallu à peine un an d'un trilogue particulièrement intense, au cours duquel le Parlement a fortement pesé pour durcir sur plusieurs points importants les principes du CSF, avant qu'un compromis ne soit adopté. Mais ce n'est que le 14 décembre dernier que la publication de la directive est intervenue. Sa transposition en droit français a, quant à elle, été réalisée presque simultanément, l'arrêté du ministre de l'Économie modifiant le règlement 97-02 ayant été pris la veille et publié le 17 décembre.

Par rapport au dispositif précédent d'encadrement des rémunérations, sont réalisées diverses modifications qui renforcent notablement le niveau de contrainte qu'il instaure. Dans ce contexte, un certain nombre de points doit être particulièrement relevé.

Entrée en vigueur

Entrant en vigueur le 1^{er} janvier 2011, conformément à ce que prévoit la directive, les nouvelles dispositions s'appliquent aux rémunérations dues en vertu de contrats conclus avant le 1^{er} janvier et accordées ou versées après cette date, ainsi qu'aux rémunérations accordées, mais non encore versées, avant le 1^{er} janvier pour des services fournis en 2010.

Le délai de mise en œuvre est donc particulièrement court, surtout alors que les rémunérations variables acquises au titre de 2010 sont versées dans les premières semaines de 2011. L'on pourrait estimer que ce n'est pas véritablement un sujet dans la mesure où, en pratique, non seulement la teneur des dispositions prévues par la directive est connue depuis six mois, mais où en outre ces dispositions ne font que renforcer le dispositif déjà existant sans aucunement le remettre en cause. Une telle appréciation mésestimierait toutefois au moins trois aspects. Tout d'abord, la teneur de la directive importe moins que celle du règlement qui assure sa transposition, et qui est certes conforme à celle-ci mais comporte néanmoins certaines différences. Ensuite, si le dispositif mis en place il y a un an n'est effectivement pas bouleversé, les modifications introduites ne sont pas pour autant négligeables, surtout alors que l'enjeu en cause concerne les ressources humaines. Enfin, et de façon probablement plus décisive, les lignes directrices de CEBS (v. infra) s'avèrent tout à fait essentielles pour la bonne mise en œuvre d'un certain nombre de dispositions : or, ces lignes n'ont été publiées elles aussi que très récemment, le 10 décembre 2010 en l'occurrence.

21. V. cette Chronique, *Banque & Droit* n° 128, nov.-déc. 2009, p. 49.

22. FSB Principles for Sound Compensation Practices – Implementation Standards, 25 September 2009.

23. Directive 2010/76/UE du 24 nov. 2010 modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille

de négociation et pour les retraites, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération, publiée au JOUE du 14 déc. 2010.

24. V. Communiqué de la Commission européenne, IP-09-1120.

Champ des personnes visées

Alors qu'auparavant, au « titre de la maîtrise des risques », aux côtés des membres de l'organe exécutif, étaient seuls visés « les salariés, professionnels des marchés financiers », le règlement (art. 31-4) vise désormais trois grandes catégories de personnel des établissements de crédit et des entreprises d'investissements :

- les « preneurs de risques » ;
- les « personnes exerçant une fonction de contrôle » ;
- tout « salarié qui, au vu de ses revenus globaux, se trouve dans la même tranche de rémunération, dont les activités professionnelles ont une incidence significative sur le profil de risque de l'entreprise assujettie ».

Cette énumération conduit en premier lieu à remarquer que la notion de « preneurs de risques », par essence très large, n'est plus limitée aux seuls professionnels des marchés financiers : les activités de crédit peuvent donc entrer dans le champ. Mais on pourra s'étonner aussi d'avoir choisi de viser les salariés dont les revenus globaux les placent dans la même tranche de rémunération que les preneurs de risques en limitant cette catégorie aux seules personnes « dont les activités professionnelles ont une incidence significative sur le profil de risque de l'entreprise assujettie » : on voit mal comment cette qualification ne conduit pas à les placer de toutes les façons dans la catégorie des « preneurs de risques »... Sur ce dernier point toutefois, le vers est dans le fruit au niveau européen, cette formulation étant dans la directive elle-même. Par ailleurs, si les personnes exerçant une fonction de contrôle sont généralement visées, ce n'est pour autant que leurs « activités sont susceptibles d'avoir une incidence significative » sur l'exposition aux risques de leur entreprise, ce qui conduit à ne considérer que les responsables de ces fonctions comme l'ont d'ailleurs précisé les lignes directrices de CEBS.

Enfin, sont également visés les « personnels des filiales non assujetties au sein d'un groupe surveillé sur base consolidée, dont les activités ont une incidence significative sur le profil du risque du groupe », les filiales sociétés de gestion étant plus particulièrement visées à ce titre.

Principes de rémunération

L'enjeu, il faut le rappeler, est plus particulièrement de prévoir l'étalement de la partie variable de la rémunération, et éventuellement la possibilité de ne pas la verser totalement ou partiellement en cas d'évolution défavorable, pour assurer que les salariés ne soient pas incités à prendre des risques à court terme au détriment de l'intérêt de moyen/long terme de l'entreprise. À cet égard, les principales modifications apportées concernent le fait que :

- une fraction de la rémunération variable, qui ne peut être inférieure à 40 % et doit atteindre 60 % pour les rémunérations variables les plus élevées, doit être différée pour au moins trois ans ;
- la part de la rémunération variable versée sous forme d'actions ou d'instruments équivalents ne peut être inférieure à 50 %,
- une période de détention doit être appliquée à ces actions ou instruments équivalents qu'ils soient compris ou non dans la composante différée de la rémunération variable ;

– un « rapport approprié » entre la part fixe et la part variable de la rémunération doit être fixé par l'établissement ;

– les « paiements discrétionnaires liés à la résiliation anticipée d'un contrat de travail » doivent être subordonnés au respect de conditions liées aux performances du bénéficiaire, appréciées au regard de celles de la société ;

– la politique en matière de pensions de retraite doit être conforme aux objectifs de maîtrise des risques de l'entreprise assujettie et prévoir que les prestations de pension discrétionnaires, attribuées à un salarié qui part avant la retraite, prennent la forme d'actions ou d'instruments équivalents versés à l'issue d'une période de cinq ans.

La partie variable de la rémunération doit ainsi, non seulement être plus importante, mais également être plus fortement assise sur des actions ou des instruments équivalents.

Gouvernance et transparence

Il est désormais exigé que le président et les membres du comité de rémunération soient des membres de l'organe délibérant qui ne sont pas en même temps membres de l'organe exécutif (art. 38-4). Il est rappelé à cet égard que la loi de régulation bancaire et financière²⁵ a prévu de fixer par décret la taille à partir de laquelle certains établissements financiers, dont ceux soumis au règlement 97-02, doivent mettre en place à titre obligatoire un tel comité.

La nature des informations qui doivent être transmises à l'Autorité de contrôle prudentiel et de celles qui doivent être publiées n'est pas sensiblement modifiée. L'ACP doit toutefois être désormais aussi informée de « l'identité des consultants externes dont les services ont été utilisés pour définir la politique de rémunération » (art. 43-1).

Principe de proportionnalité

De manière générale, le règlement 97-02 établit que l'ensemble des dispositifs qu'il prévoit, y compris donc en matière de rémunération, est adapté par les entreprises qui y sont assujetties « à la nature et au volume de leurs activités, à leur taille, à leurs implantations et aux risques de différentes natures auxquels elles sont exposées » (art. 1). Conformément à la directive, ce principe est par ailleurs spécifiquement décliné en matière de rémunération, tant en ce qui concerne l'application des principes de rémunération à certaines catégories de personnels que les conditions de publication de certaines informations, puisque l'une et l'autre doivent être « adaptée[s] à leur taille et à leur organisation interne ainsi qu'à la nature, la portée et la complexité de leurs activités ». La reconnaissance de ce principe de proportionnalité est d'autant plus fondée qu'il faut conserver à l'esprit que l'objectif est la préservation contre les risques, et particulièrement contre le risque systémique²⁶.

25. V cette Chronique, Banque & Droit n° 134, nov.-déc. 2010, p. 37.

26. V. le Considérant n° 1 de la directive qui établit notamment que « [d]es prises de risques excessives et imprudentes dans le secteur bancaire ont conduit certains établissements financiers à la défaillance et provoqué des problèmes systémiques dans les États membres et dans le monde ».

Mise en œuvre : normes professionnelles et lignes directrices de CEBS

Le principe d'une mise en œuvre « cohérente avec les normes professionnelles qui déclinent les principes et dispositions énoncés par le Conseil de stabilité financière » (31-2) n'est pas remis en cause. Cela signifie que les normes²⁷ publiées par la Fédération bancaire française d'une part, l'Association française des marchés financiers d'autre part, sont maintenues. Elles doivent d'ailleurs être modifiées dans un proche avenir pour intégrer les modifications intervenues.

Pour l'application de ce nouveau dispositif, le *Committee of banking european supervisors*, devenu depuis l'Autorité bancaire européenne, a publié le 10 décembre dernier, comme le demandait d'ailleurs la directive, des *Guidelines on Remuneration Policies and Practices* qui apporte des précisions importantes. Parmi celles-ci, on relèvera particulièrement celles relatives à l'identification des personnels concernés : au titre des fonctions de contrôle, le CEBS vise le « *senior staff responsible for heading the compliance, risk management, human resources, internal audit and similar functions* ». On relèvera également les nombreuses précisions apportées en ce qui concerne le principe de proportionnalité, dont CEBS considère que dans certaines situations, son application permet de neutraliser certaines règles.

Concurrence

Si l'enjeu concurrentiel s'est déplacé, il n'a pas pour autant disparu.

Au niveau européen d'abord, il est indiscutable qu'une harmonisation forte est ainsi réalisée : la France n'est plus seule, comme elle le fut pendant plusieurs mois, à imposer aux établissements dont elle est le pays d'origine des règles strictes les handicapant lourdement dans un contexte où la capacité à retenir ou attirer des personnels fortement contributeurs aux résultats est un enjeu important. Toutefois, l'harmonisation des règles ne signifie pas nécessairement celle de leur application. La position prise par la *Financial services authority* britannique est particulièrement éclairante dans l'approche adoptée, avec la reconnaissance notamment d'une règle de *de minimis* excluant du champ les personnes dont la rémunération totale est inférieure à 500 000 £ et dont la part variable de rémunération ne représente pas plus du tiers de ce montant²⁸. Il sera donc important que sur ce point, l'action des régulateurs bancaires européens reste suffisamment convergente, ce qui sera une mission pour l'ABE.

Mais la concurrence est aussi internationale, surtout dans les activités de marché. Or, l'Europe, comme hier la France, a posé des règles beaucoup plus rigoureuses que celles des deux autres grandes zones géographiques que sont les États-Unis d'une part, l'Asie

de l'autre. Ainsi, alors que l'Asie se sent assez peu concerné par une problématique de régulation destinée à tirer les conséquences d'une crise qui n'est pas la sienne, les États-Unis ont adopté de leur côté une approche qui repose sur des bases fondamentalement différentes²⁹.

Instruments financiers à terme – Couverture – Marchés réglementés – Clients professionnels.

Révision de l'article 516-15 du Règlement Général de l'AMF, arrêté du 9 décembre 2010, JO du 5 janvier 2011.

L'on sait, et la crise financière en a rappelé l'utilité, que lorsqu'un prestataire de services d'investissement recevant un ordre destiné à être exécuté sur un marché réglementé d'instruments financiers à terme ne peut accepter cet ordre que s'il obtient du donneur d'ordre la constitution d'une couverture, soit dans ses livres, soit dans les livres du teneur de compte conservateur s'il n'assume pas lui-même cette fonction. Cette disposition s'est avérée inadaptée pour les ordres passés par les investisseurs institutionnels qui, passant leurs ordres auprès de plusieurs intermédiaires, consolidaient leurs positions auprès d'un seul établissement en satisfaisant ainsi aux règles de couverture de manière globale.

Cette pratique a été prise en compte par la nouvelle rédaction de l'article 516-15 du règlement général de l'AMF qui précise que par dérogation à la règle générale, en présence d'un donneur d'ordre, client professionnel ou une contrepartie éligible au sens des articles D. 533-11 et D. 533-13 CMF, le prestataire de services d'investissement peut octroyer au donneur d'ordre un délai pour la constitution de cette couverture. Ce délai ne peut excéder celui accordé par la chambre de compensation à l'adhérent compensateur chez lequel ses positions sont enregistrées.

Médiation – AMF – Charte.

Actualisation de la charte de la médiation, communiqué de l'AMF du 20 décembre 2010.

Alors que le prochain rapport sur l'indemnisation du préjudice subi par les épargnants suite aux travaux menés par un groupe de travail présidé par M. Jacques Delmas-Marsalet devrait traiter de la médiation, l'on notera avec intérêt l'actualisation par l'AMF de la charte de la médiation. Afin de rendre l'action du médiateur conforme aux recommandations de la Commission européenne, la charte précise dorénavant le principe de l'impartialité du médiateur.

27. Normes professionnelles concernant la gouvernance et les rémunérations variables des professionnels des marchés financiers, FBF, 5 nov. 2009; Rémunération des professionnels des marchés financiers – Norme professionnelle de l'AMAFI prise pour l'application du règlement 97-02 relatif au contrôle interne des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (AMAFI / 09-60), 26 nov. 2009.

28. V. Policy statement 10/20, Revising the Remuneration Code – Feedback on CP10/19 and final rules, FSA, déc. 2010.

29. Rappelons ainsi que la loi Dodd-Frank (DFA) du 21 juill. 2010 n'a pas fixé de seuils quantitatifs dans la structure de rémunération, privilégiant le contrôle exercé par les actionnaires grâce à une transparence renforcée sur les politiques de rémunérations : v. en ce sens « Focus – Encadrement des rémunérations : y-a-t-il un risque de décalage croissant entre les États-Unis et l'Union européenne? », *Washington – Wall Street Watch* n° 1, 2011.

Enquête – AMF – Charte.

Publication le 13 décembre 2010 d'une charte des enquêtes.

La charte de l'enquête ne se substitue pas aux dispositions législatives et réglementaires applicables aux enquêtes, mais tend à en expliciter le processus. Elle contribue ainsi à assurer le bon déroulement des missions en les faisant mieux connaître et en précisant un certain nombre de principes de bonne conduite que les enquêteurs de l'Autorité des marchés financiers appliquent, mais également les comportements qui sont attendus des personnes sollicitées au cours des investigations. À cette fin, elle se présente en deux parties :

- la première partie précise les droits et obligations des enquêteurs et des personnes sollicitées dans le cadre de l'enquête,

- la seconde expose les règles de bonne conduite applicables aux enquêteurs et le comportement attendu des personnes sollicitées lors de l'enquête.

Cette charte des enquêtes reprend ainsi la structure de la charte de conduite de l'ACP relative aux missions de contrôle sur place dans le secteur de la banque, des services de paiement et des services d'investissement. Si le premier point dédié aux droits et obligations des enquêteurs s'inscrit naturellement dans le cadre des travaux menés par le régulateur et les associations professionnelles, l'on s'attardera sur le second dédié aux règles de bonne conduite. Si une charte de l'AMF peut édicter des règles de bonne conduite à l'égard de ses collaborateurs, l'on demeurera circonspect sur la portée de ces règles à l'égard des personnes sollicitées, même s'il est bien précisé que nous sommes en présence de leur part que d'un seul comportement attendu. Ainsi, même si la charte de l'AMF s'inspire largement de celle de l'ACP, l'on s'étonnera de voir dans cette charte apparaître une règle de bonne conduite intitulée « Coopérer avec les enquêteurs ». Certes la description de cette règle ne concerne en définitive que la mise en relation des enquêteurs de l'AMF avec tout tiers et la bonne organisation de la mission de l'AMF au sein de l'établissement contrôlé. Ce dispositif figure également dans la charte de l'ACP³⁰. Mais à la différence de l'AMF, l'ACP n'em-

ploie pas la notion de devoir de coopération qui pourrait être ensuite étendue. Rappelons à cet égard l'existence de l'article L. 642-2 CMF qui sanctionne d'un emprisonnement de deux ans et d'une amende de 300 000 euros le fait, pour toute personne, de mettre obstacle à une mission de contrôle ou d'enquête de l'AMF. Cet article nous semble viser les cas de résistance des personnes objet d'une enquête sans qu'il soit utile de créer, à titre de règle de bonne conduite, une obligation supplémentaire de coopération avec les enquêteurs.

AMF – Doctrine.

Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF, communiqué mis en ligne sur le site AMF le 7 décembre 2010.

Dans notre précédente chronique, nous avons signalé le courrier adressé le 8 septembre 2010 par l'AMF à l'AFECEI précisant les éléments constitutifs de sa doctrine³¹. Si le texte finalement publié par l'AMF reprend bien les différentes définitions du courrier adressé à l'AFECEI dont nous nous sommes fait l'écho s'agissant notamment des distinctions existant entre instruction, position, recommandation, pratique de marché et rescrit, le communiqué de l'AMF mis en ligne le 7 décembre 2010 complète ce dispositif.

C'est ainsi que la section 5 précise les modalités de retraitement de la doctrine de l'AMF antérieure au 1^{er} septembre 2010. L'AMF précise que les documents de doctrine publiés entre la création de l'AMF et le 1^{er} septembre 2010 et, de façon ponctuelle, les documents antérieurs pertinents publiés par la COB ou le Conseil des marchés financiers (CMF), feront l'objet, au cours de l'année 2011, d'un retraitement progressif visant à assurer leur conformité à ce nouveau format. Aucun retraitement spécifique n'est cependant prévu pour les instructions – au-delà de quelques modifications de forme – car le format existant a été jugé cohérent avec les orientations définies dans ce document. Dans l'hypothèse où le retraitement conduirait à modifier la portée de la doctrine initiale (une position qui deviendrait recommandation ou inversement), les professionnels seraient consultés et le document de doctrine ferait alors l'objet d'une validation par le Collège de l'AMF. ■

30. Charte de conduite d'une mission de contrôle sur place dans le secteur de la banque, des services de paiement et des services d'investissement, avr. 2010 : Point 5.3.

31. V. cette chronique, *Banque & Droit* n° 134, nov.-déc. 2010, p. 39.