

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER



JEAN-JACQUES DAIGRE

Professeur émérite
Université Paris I



JEAN-PIERRE BORNET

Ancien directeur
de la conformité
et de la déontologie
BPCE



ANNE-CLAIRE ROUAUD

Maître de conférences
Université Paris I



FRIDA MEKOUÏ

Juriste financier à la DAJ
Société Générale
Chargée d'enseignement
Université Paris XI

■ JURISPRUDENCE

Directive 2003/71/CE – Prospectus de base – Supplément au prospectus – Conditions définitives – Distinction – Publication du prospectus – Accès – Lieu.

CJUE 15 mai 2014, C-359/12, Michael Timmel c/ Aviso Zeta AG et Lore Tinhofer.

Des informations requises dans le prospectus, qui n'étaient pas connues au moment de la publication de prospectus de base mais l'étaient au moment de la publication d'un supplément à ce prospectus, doivent être publiées dans ce supplément si ces informations constituent un fait nouveau significatif, une erreur ou une inexactitude substantielle de nature à influencer l'évaluation des valeurs mobilières.

La publication d'un prospectus de base ne comportant pas tous les éléments d'information requis par la directive n'est pas conforme aux exigences de celle-ci si cette publication n'est pas complétée par celle des conditions définitives. Mais pour que les informations qui doivent être contenues dans le prospectus de base puissent être insérées dans les conditions définitives, il faut que le prospectus de base les indique.

L'exigence selon laquelle un prospectus doit être aisément accessible sur le site Internet sur lequel il est mis à la disposition du public n'est pas remplie lorsqu'il existe une obligation d'enregistrement sur ce site Internet, assortie d'une clause exonératoire de responsabilité et de l'obligation de communiquer une adresse de courrier électronique, ou que cet accès électronique est payant, ou que la consultation gratuite d'éléments du prospectus est limitée à deux documents par mois.

Le prospectus de base doit être mis à la disposition du public tant au siège de l'émetteur que dans les bureaux des intermédiaires financiers.

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

L'arrêt de la CJUE du 15 mai 2014 apporte un certain nombre de précisions relativement à l'articulation du prospectus de base, des suppléments au prospectus et des conditions définitives, et aux conditions d'accès du public au prospectus.

Un investisseur autrichien se plaignait qu'aucun document n'ait précisé le code Isin du titre, ni la monnaie dans laquelle l'émission avait eu lieu, ni les performances passées et futures du produit sous-jacent, ni la méthode de calcul du rendement. Il expliquait également qu'un prospectus de base et trois suppléments avaient été publiés, de même qu'un projet de conditions définitives et leur version finale, mais qu'aucun de ces documents n'avait été publié au siège de la Bourse de cotation, au siège de l'émetteur ou à celui de l'intermédiaire financier, et qu'ils n'avaient été disponibles qu'en un seul endroit. Il se plaignait aussi que ces documents avaient été accessibles un certain temps sur le site Internet de la Bourse de Luxembourg, mais que leur consultation nécessitait une procédure d'enregistrement ainsi que le paiement de frais, notamment pour consulter le supplément obligatoire portant sur les conditions définitives de l'offre. Saisi, le Tribunal de commerce de Vienne (Autriche) a estimé que le règlement prospectus du 29 avril 2004 n'était pas suffisamment clair sur ces divers points, a donc sursis à statuer et posé plusieurs questions préjudicielles à la CJUE.

Les deux premières questions consistaient, en substance, à faire la différence entre les suppléments au prospectus et les conditions définitives, c'est-à-dire à déterminer

les informations qu'il faut nécessairement publier dans un supplément au prospectus et non seulement dans les conditions définitives. Le point était de savoir dans quel document devaient être publiées des informations requises dans le prospectus de base mais qui n'étaient pas connues au moment de l'approbation de celui-ci et qui ne pouvaient être déterminées qu'au moment de l'émission. Ces informations doivent-elles obligatoirement figurer dans un supplément au prospectus de base, soumis à l'approbation préalable de l'autorité compétente, ou peuvent-elles ne figurer que dans les conditions définitives, librement publiées par l'émetteur ? Il y a en effet une différence importante entre le prospectus – de base ou supplémentaire – et les conditions définitives : le prospectus doit faire l'objet d'une approbation préalable de l'autorité compétente.

La Cour commence par rappeler que, selon le Règlement Prospectus, les conditions définitives sont soit présentées sous la forme d'un document distinct, soit incluses dans le prospectus de base, et que cela correspond à la distinction logique entre, d'une part, les précisions nécessaires à la conclusion d'une transaction spécifique, comme le prix définitif des valeurs mobilières concernées, qui relèvent des conditions définitives, et, d'autre part, les informations d'ordre général, qui permettent aux investisseurs d'évaluer les risques et qui relèvent du prospectus. Par ailleurs, la Cour note que le Règlement prévoit que, lorsqu'un fait nouveau significatif, une erreur ou une inexactitude substantielle concernant les informations contenues dans le prospectus de base de nature à influencer l'évaluation des valeurs mobilières survient, notamment, entre l'approbation du prospectus de base et la clôture définitive de l'offre, l'émetteur ou l'offreur doit publier un supplément à ce prospectus avant la clôture définitive de l'offre.

Aussi, la Cour retient-elle la distinction suivante : si les informations requises ne sont pas connues au moment de la publication du prospectus de base et ne peuvent être déterminées qu'au moment de l'émission, et ne constituent ni un fait nouveau ou significatif, ni une erreur ou une inexactitude substantielle, il suffit qu'elles soient publiées dans les conditions définitives ; mais, si ces informations, d'une part, constituent un fait nouveau significatif, corrigent une

erreur ou une inexactitude substantielle et, d'autre part, sont de nature à influencer l'évaluation des valeurs mobilières, elles nécessitent la publication d'un supplément au prospectus de base. Elle ajoute que c'est à la juridiction nationale de déterminer si les informations manquantes entrent dans l'un ou l'autre de ces cadres, car c'est à elle de déterminer si les informations omises ont pu avoir une influence sur l'évaluation des valeurs mobilières.

La Cour retient donc une notion stricte, et même étroite, du supplément au prospectus de base. Celui-ci n'est nécessaire qu'à deux conditions : qu'il s'agisse de rectifier une erreur ou une inexactitude substantielle ou pour faire état d'un fait nouveau significatif ; que ces éléments soient de nature à influencer l'évaluation des valeurs mobilières.

La troisième question portait sur l'articulation du prospectus de base et des conditions définitives. La Cour indique que, pour que les informations qui doivent être contenues dans le prospectus de base puissent être insérées dans les conditions définitives, il est nécessaire que le prospectus de base précise qu'elles figureront dans les conditions définitives. Autrement dit, les informations qui ne sont pas encore connues au moment de la publication du prospectus de base et qui pourront ne figurer que dans les conditions définitives, doivent néanmoins être listées dans le prospectus de base avec renvoi exprès aux conditions définitives.

Les quatrième et cinquième questions portaient sur l'accessibilité du prospectus. La réponse de la Cour est que tout doit être fait pour que le public puisse en prendre connaissance le plus facilement possible. Aussi, estime-t-elle que l'accès au prospectus publié sur un site Internet ne doit comporter aucune condition restrictive, en particulier ne doit pas imposer une obligation d'enregistrement, ne doit pas être assorti d'une clause exonératoire de responsabilité, ne doit pas imposer la communication d'une adresse de courrier électronique, ne doit pas être payante et doit être totale, la consultation gratuite d'éléments du prospectus limitée à quelques documents par mois n'étant pas acceptable. Elle juge également que le prospectus de base doit être mis à la disposition du public tant au siège de l'émetteur que dans les bureaux des intermédiaires financiers, les deux se cumulant et n'étant pas alternatifs. ■

Sanction AMF – Violation de la Convention EDH – Condamnation de l'État par la Cour EDH – Révision de la sanction par l'AMF (oui).

CE, Assemblée, 30 juillet 2014, n° 358564, M. Vernes.

Il incombe à une autorité administrative ou publique indépendante investie d'un pouvoir de sanction, lorsqu'elle est saisie d'une demande en ce sens et que la sanction prononcée continue de produire des effets, d'apprécier si la poursuite de l'exécution de cette sanction méconnaît les exigences de la Convention EDH et, dans ce cas, d'y mettre fin, en tout ou en partie, eu égard aux intérêts dont elle a la charge, aux motifs de la sanction et à la gravité de ses effets, ainsi qu'à la nature et à la gravité des manquements constatés par la Cour EDH.

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

La portée des arrêts de la Cour EDH est limitée par leur caractère non exécutoire. L'art. 46 de la Convention EDH dispose cependant que « les Hautes Parties contractantes s'engagent à se conformer aux arrêts définitifs de la Cour dans les litiges auxquels elles sont parties » ; aussi les États et leurs démembrements doivent-ils tout faire pour s'y conformer. À cet effet, ils doivent prendre toutes les mesures qu'appellent, d'une part, la réparation des conséquences de la violation de la Convention et, d'autre part, la disparition de la source de cette violation ; pour y parvenir, ils doivent adopter « les mesures individuelles et, le cas échéant, générales nécessaires pour mettre un terme à la violation consta-

tée »¹. L'État concerné doit donc non seulement indemniser le requérant, mais surtout mettre un terme à la violation constatée. Cela peut lui imposer de prendre des mesures individuelles pour faire cesser une violation qui se poursuivrait ; cela peut également l'obliger à prendre des mesures générales pour que cette situation ne se reproduise pas.

Ces obligations s'imposent à tous les organes de l'État, exécutifs, administratifs, législatifs et juridictionnels. Mais il y a des limites : d'une part, le pouvoir législatif reste maître de sa décision ; d'autre part, le pouvoir juridictionnel ne peut être contraint de revenir sur une décision en raison de l'autorité de la chose jugée qui s'y attache, sauf procédure spécifique prévue par la loi, mais il n'en existe qu'en matière pénale².

Qu'en est-il des décisions de sanction des autorités administratives ou publiques indépendantes, comme celles prononcées par l'AMF ou l'ACPR ? Telle était la question posée pour la première fois au Conseil d'État. En l'espèce, le dirigeant d'une société de gestion avait été condamné à une interdiction définitive d'exercer son activité par la COB³ et la sanction avait été confirmée par le Conseil d'État⁴. Mais, la Cour européenne des droits de l'homme avait, par un arrêt du 20 janvier 2011⁵, jugé que le processus de sanction suivi contre l'intéressé comportait plusieurs violations de l'art. 6, § 1 de la Convention EDH : la COB n'avait pas permis la tenue d'une audience publique et n'avait pas indiqué sa composition lors de l'instance disciplinaire ; le Conseil d'État avait admis la participation du commissaire du Gouvernement au délibéré. Même si tout cela avait été depuis lors réformé, il n'en restait pas moins qu'au moment de l'affaire, ces contraventions au principe de l'art. 6, § 1 de la Convention EDH étaient avérées. Le requérant a donc saisi le président de l'AMF, qui a rejeté sa demande faute de procédure adéquate. Il a donc de nouveau sollicité le Conseil d'État.

La réponse du Conseil d'État est favorable à la mise en œuvre effective de la décision de la Cour EDH : « le constat par la Cour d'une méconnaissance des droits garantis par la convention constituait un élément nouveau qui doit être pris en considération par l'autorité investie du pouvoir de sanction ; [qu']il incombe en conséquence à cette autorité, lorsqu'elle est saisie d'une demande en ce sens et que la sanction prononcée continue de produire des effets, d'apprécier si la poursuite de l'exécution de cette sanction méconnaît les exigences de la convention et, dans ce cas, d'y mettre fin, en tout ou en partie ». La Cour considère donc que les autorités administratives ou publiques indépendantes dotées d'un pouvoir de sanction peuvent et doivent faire cesser une sanction qui méconnaît les exigences de la Convention EDH à la suite du constat qui en a été fait par la Cour EDH.

Quelle est la portée exacte de la décision du Conseil d'État ? Deux aspects sont à retenir. Le premier vient de ce que la Haute juridiction n'exige pas que l'autorité compétente réexamine la sanction et, par conséquent, l'affaire déjà jugée. Cela ne serait possible, selon elle, qu'en présence d'une procédure organisée à cette fin. En revanche, l'autorité compétente doit faire cesser les effets de la sanction prononcée en violation de la Convention EDH ou moduler ces effets. Elle ne peut donc pas réviser l'affaire, mais peut procéder à une sorte de réhabilitation ou de relèvement. On ne revient pas sur le passé, mais on aménage l'avenir.

Le second aspect est, qu'en ce cas, l'autorité administrative ou publique indépendante peut le faire alors même qu'aucun texte ne le prévoit. Le Conseil d'État estime qu'elle en a le pouvoir. Il va même plus loin : elle en a le devoir. Autrement dit, elle ne peut pas s'y refuser si elle est saisie par le requérant. Le Conseil d'État la guide alors : elle doit apprécier si la poursuite de l'exécution de la sanction méconnaît les exigences de la Convention EDH ; dans ce cas, elle doit y mettre fin, en tout ou en partie, en tenant compte de trois éléments : les intérêts dont elle a la charge ; les motifs de la sanction et la gravité de ses effets ; la nature et la gravité des manquements constatés par la Cour EDH.

Mais sur quel fondement repose la distinction entre les décisions juridictionnelles, qui ne peuvent être remises en cause que si un texte le prévoit expressément, et les décisions de sanction des autorités administratives ou publiques indépendantes ? Le Conseil d'État s'en explique : l'exécution d'un arrêt de la Cour EDH « ne peut davantage avoir pour effet de priver les décisions juridictionnelles [...] de leur caractère exécutoire ». On peut être surpris de ce fondement, car les sanctions comme les décisions des autorités administratives ou publiques indépendantes sont exécutoires⁶ ; à défaut, elles n'auraient aucun effet. Qu'est-ce qui, alors, peut expliquer la distinction retenue par le Conseil d'État ? Sans doute le fait que les autorités administratives ou publiques indépendantes dotées d'un pouvoir de sanction ne sont pas des juridictions et ne rendent pas des décisions juridictionnelles au sens du droit interne⁷. Aussi, leurs décisions ne bénéficient-elles pas de l'autorité de la chose jugée et ces autorités ne sont-elles pas atteintes par le principe du dessaisissement⁸.

Dernière remarque. En l'espèce, le requérant avait saisi le président de l'AMF. Compte tenu de la décision du Conseil d'État, on peut penser qu'il pourra demain saisir directement la Commission des sanctions. ■

1. S. Guinchard et al., *Droit processuel. Droits fondamentaux du procès*, 7^e éd., Précis Dalloz, 2013, n° 119 et s., n° 121 et s.

2. Art. 622-1 et s. du Code de procédure pénale, issu de la loi n° 2000-516 du 15 juin 2000, modifié par la loi n° 20104-640 du 20 juin 2014.

3. COB, sanctions, 12 février 2002, M. Vernes et Financière Rembrandt.

4. CE, 6^e et 1^{re} sous-sections réunies, 28 décembre 2005, n° 246550 ; CE, 6^e et 1^{re} sous-sections réunies, 28 décembre 2005, n° 244878 ; CE, 6^e et 1^{re} sous-sections réunies, 28 décembre 2005, n° 244877.

5. CEDH, 5^e section, 20 janvier 2011, n° 30183/06, Vernes c/ France.

6. M. Guyomar, *Les Sanctions administratives*, FGJ, 2014, p. 170.

7. B. Martin-Laprade, « Réflexions sur la nature juridique de la Commission des sanctions de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) », in *Mélanges Bissara*, ANSA, 2013, p. 246 et s.

8. B. Martin-Laprade, précité, p. 250 et s.

Service de placement de titres – Prestataire de service d'investissement.

Cour de cassation, ch. com, arrêt du 18 mars 2014.

Le service de placement de titres qui consiste à rechercher des souscripteurs pour le compte de leur émetteur doit être qualifié de prestation de service d'investissement.

Commentaire de Jean-Pierre Bornet

Le service de placement dont l'intitulé semble limpide concentre dans les faits bon nombre de difficultés quant à la définition de son périmètre. Rarement évoqué en jurisprudence, le périmètre de ce service fait l'objet d'une intéressante décision rendue par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 18 mars 2014.

Des investisseurs ont souscrit auprès d'une société gestionnaire de patrimoine, membre de la compagnie nationale des professionnels du patrimoine et de l'intermédiation financière devenue Chambre des indépendants du patrimoine (CIP) des parts du fonds d'investissement « Finaltis » émis par une société de droit américain. Ces investisseurs n'ont pas obtenu le remboursement de leurs placements par ces sociétés américaines dont les dirigeants ont été condamnés pour exercice illégal de l'activité d'établissement de crédit. Suite à la liquidation judiciaire de la société de gestion patrimoniale et afin d'obtenir le remboursement des sommes investies, ces investisseurs ont alors saisi la compagnie d'assurances AXA qui au titre d'un contrat passé avec la CIP garantissait la responsabilité civile de la société de portefeuille adhérente à cette association professionnelle. Le contrat d'assurance ne garantissant pas la délivrance du service d'investissement de placement, AXA a refusé d'indemniser les investisseurs considérant que leur préjudice résultait d'une activité de placement distincte de celle d'analyse, de diagnostic et de conseil en investissement, activités couvertes par la police d'assurance souscrite.

La Cour de cassation, reprenant en cela l'analyse de la cour d'appel d'Aix en Provence du 29 novembre 2012, considère que les souscriptions réalisées par la société gestionnaire de patrimoine sont constitutives d'une activité de placement. Elle appuie sa position sur le constat réalisé par la cour d'appel qui avait relevé que la société gestionnaire de patrimoine avait fait souscrire activement ces titres, qu'elle était rémunérée à ce titre par une commission assise sur le montant des souscriptions à laquelle

s'ajoutait une commission annuelle calculée à partir des encours souscrits. L'absence de mandat écrit de placement entre l'émetteur des titres et la société gestionnaire de patrimoine, élément qui aurait permis de ne pas être en présence de l'accomplissement du service d'investissement de placement, n'est pas retenue par les magistrats.

Plus généralement, le placement des parts de fonds et plus généralement celui des titres émis par des OPC suscite une discussion née du caractère dual de ce service : un service rendu à l'émetteur qui se conjugue avec un service rendu au client souscripteur.

Fondamentalement, le service de placement est un service fourni à l'émetteur. Sa facette « client » ressort d'autres services d'investissement, qu'ils soient le conseil en investissement, ou encore le service de réception-transmission d'ordres.

Cette ligne de lecture doit cependant être appréciée plus finement. C'est ainsi que la Position 2012-18 de l'AMF précise que, lorsque la commercialisation de tels produits amène le distributeur à s'engager, directement ou indirectement vis-à-vis de l'émetteur ou d'un cédant sur un montant minimal de souscription ou d'achat, par exemple lorsque ce distributeur s'engage à souscrire ou acquérir les instruments financiers non souscrits ou achetés par des investisseurs, le prestataire fournit, en réalité, le service de placement (garanti ou non garanti).

Au cas d'espèce, la décision de la Cour de cassation ne semble pas s'inscrire dans la logique de la position de l'AMF puisqu'elle ne relève pas ou ne recherche pas l'existence d'engagements précis quant au montant des souscriptions réalisées au titre d'un engagement pris par la société gestionnaire de patrimoine avec l'émetteur des titres, engagement qui aurait justifié de la réalisation du service de placement. Tout au plus, elle le déduit implicitement en relevant être en présence d'une campagne active de souscription. Mais il est vrai que l'objet principal du contentieux était de savoir si l'activité analysée était ou n'était pas un service d'investissement afin de déterminer si la couverture de la compagnie d'assurances était due ou pas. Si au titre d'une analyse plus précise, l'activité avait été qualifiée de service d'investissement de réception-transmission d'ordres comme l'on peut le soutenir, la situation des souscripteurs demandeurs n'en aurait pas été affectée et le remboursement non obtenu. Plus généralement, cette décision conduira les professionnels à relire attentivement le périmètre de couverture de leurs contrats d'assurance responsabilité professionnelle pour être certain qu'ils sont bien adaptés à la réalité des situations rencontrées. ■

PSI – Responsabilité – Service de règlement différé – Obligation de mise en garde – Investisseur averti – Obligation de s'enquérir de la situation financière de son client – Couverture – Liquidation d'office des positions.

Cass. com. 13 mai 2014, n° 09-13.805, à paraître au Bulletin.

Le prestataire de services d'investissement n'est pas tenu, à l'égard de l'investisseur dont il est établi qu'il était averti au

moment d'effectuer des opérations spéculatives relatives à des instruments financiers, de le mettre en garde contre les risques encourus.

Justifie légalement sa décision la cour d'appel qui, ayant fait ressortir que l'investisseur, souscripteur d'une convention d'ouverture de compte lui permettant de passer des ordres à distance relatifs à des instruments financiers, avait bénéficié de l'information nécessaire, qu'il n'avait pas à être mis en garde, étant averti, et qu'il n'était pas créancier d'une

obligation de conseil, en déduit qu'aucun préjudice n'a pu résulter du manquement éventuel du prestataire de services d'investissement à son obligation de s'enquérir de la situation financière de cet investisseur, prévue par l'article L. 533-4 du Code monétaire et financier, dans sa rédaction antérieure à l'ordonnance du 12 avril 2007.

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud

L'arrêt rendu le 13 mai 2014 par la chambre commerciale de la Cour de cassation¹ s'inscrit dans le prolongement du contentieux relatif à la responsabilité du prestataire de services d'investissement sous l'empire du dispositif antérieur à la transposition de la directive MIF. Tout en réitérant des solutions désormais classiques, cette décision soulève d'intéressantes questions concernant le devoir prétorien de mise en garde et l'obligation légale d'information du prestataire.

Des investisseurs, assignés en paiement du solde débiteur de leur compte après avoir essuyé des pertes en réalisant des opérations à terme par le biais d'ordres avec service de règlement différé, recherchaient reconventionnellement la responsabilité de leur prestataire. Ils invoquaient à cette fin plusieurs manquements de la part de celui-ci : à son devoir de mise en garde et à son obligation de s'enquérir de la situation financière de ses clients afin de leur fournir une information adaptée, d'une part, et à son obligation de liquider d'office les positions insuffisamment couvertes, d'autre part.

I. Les investisseurs soutenaient, dans un premier temps, que le prestataire avait manqué à la fois à son devoir de mise en garde et à son obligation d'information.

Selon le double critère dégagé dans l'arrêt Buon², l'obligation prétorienne de mise en garde ne pèse sur le prestataire de services d'investissement qu'à la double condition que l'opération soit de nature spéculative³ et que le client ne soit pas averti. Le premier critère ne faisait pas de doute ici, s'agissant d'opérations à terme réalisées sur le marché à règlement mensuel puis grâce au service de règlement différé. Le second critère, en revanche, était au cœur de la discussion. L'investisseur averti est généralement défini comme celui auquel sa compétence et/ou son expérience permet d'avoir conscience des risques liés aux opérations qu'il effectue⁴. Mais à quel moment faut-il se placer pour apprécier le caractère averti d'un opérateur ? La date butoir est naturellement constituée par la date de passation des ordres litigieux : c'est au plus tard à cette date que la qualité d'investisseur averti

doit être appréciée. En ce sens, la Chambre commerciale énonce ici qu'il résulte des constatations des juges du fond « qu'au moment de passer les ordres litigieux, les investisseurs étaient avertis, de sorte que la société Dubus n'était pas tenue de les mettre en garde contre les risques encourus dans les opérations spéculatives »⁵. Mais jusqu'où faut-il remonter ? Précisément, l'expérience permettant de retenir la qualité d'investisseur averti, doit-elle nécessairement être antérieure à l'ouverture du compte, comme le soutenaient les demandeurs, ou peut-elle avoir été acquise par la suite ? La Haute juridiction a déjà admis qu'un investisseur soit considéré comme averti au vu de l'expérience qu'il a acquise postérieurement à la conclusion de la convention de compte mais antérieurement à la passation des ordres litigieux⁶. Si un certain laps de temps s'est écoulé entre la conclusion de la convention de compte et la réalisation des opérations litigieuses, l'expérience acquise pendant ce délai du fait de la réalisation d'autres opérations permet ainsi de retenir la qualification d'investisseur averti : l'investisseur, non averti lors de son entrée en relation avec le prestataire, a pu le devenir par la suite. Tel est, à première vue, le raisonnement mené ici par les juges du fond – et validé par la Cour de cassation –, qui se sont fondés sur un faisceau d'éléments postérieurs à la conclusion de la convention de compte. En l'espèce, la convention de compte avait été conclue en 1998 mais les ordres à l'origine des pertes avaient été passés en 2001, les investisseurs ayant dans l'intervalle réalisé de nombreuses opérations avec beaucoup plus de succès. La cour d'appel a ainsi relevé que les investisseurs géraient eux-mêmes leur portefeuille et que sur la période considérée, ils « [avaient] passé des ordres fréquents, souvent plusieurs dans la même journée, pour acquérir ou vendre des valeurs mobilières variées », pour retenir que « cette fréquence, l'importance et la diversité des opérations [...] et les premiers profits qui en ont été tirés [...] attestaient de leur compréhension des mécanismes de Bourse, et que les résultats de leurs investissements révélaient, par les fruits produits, leur initiation aux pratiques boursières ».

Mais le raisonnement des juges du fond semble ici aller plus loin. Ils ne relèvent pas que les investisseurs seraient devenus avertis grâce à l'expérience acquise, mais que les opérations réalisées « attestaient » de leur compréhension des mécanismes de Bourse et que les résultats de ces opérations « révélaient » leur initiation aux pratiques boursières, ce qui semble donner à entendre que les opérations réalisées postérieurement à la conclu-

1. Communication Commerce Électronique, n° 7, 2014, p. 31, comm. 63, G. Loiseau ; RLDC n° 117, 2014, p. 14, C. Le Gallou. V. également Cass. com. 27 mai 2014, n° 09-13.804 et n° 09-13.803 (2 arrêts), D.

2. Cass. com. 5 novembre 1991, Buon, n° 89-18.005, Bull. civ. IV, n° 327 ; BJB n° 3, mai-juin 1993, § 56 ; RTD com. 1992, p. 436, M. Cabrillac et B. Teysié.

3. Cass. com. 28 janv. 2014, n° 12-29.204 : « le banquier prestataire de services d'investissement n'est pas tenu d'un devoir de mise en garde à l'égard de son client, même non averti, s'il lui propose des produits financiers qui ne présentent aucun caractère spéculatif, peu important leur soumission à la variabilité des marchés financiers » ; Cass. com. 29 avril 2014, n° 13-13.628, Banque et Droit n° 156, juill.-août 2014, p. 31, obs. J.-P. Bornet.

4. J.-M. Moulin, « L'investisseur averti », Mélanges AEBDF-France, V, 2008, p. 313.

5. V. Cass. com. 26 mars 2008, n° 07-11.554, Bull. civ. IV, n° 69 : « Mme X... n'était jamais intervenue sur le nouveau marché avant les ordres litigieux. »

6. Cass. com. 14 déc. 2004, n° 02-13.638, Bull. civ. IV, n° 221 ; Banque et Droit n° 100, 2005, p. 27, H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; BJB févr. 2005, p. 168, n° 39, P. Goutay et K.-A. Sauvet ; Dr. Sociétés 2005, comm. 95, jugeant que la faute du prestataire lors de l'ouverture du compte en 1991 « n'était pas en relation de cause à effet avec le préjudice subi plusieurs années plus tard par [le client] qui avait alors acquis par l'expérience toute la connaissance nécessaire » (il avait réalisé plusieurs centaines d'opérations sur une période de 6 années avant de réaliser des pertes). V. égal. Cass. com. 4 février 2014, n° 13-10.630, Bull. civ. IV, n° 28 ; Droit et patrimoine n° 238, 2014, p. 90, L. Aynès ; BJB n° 5, 2014, § 1112, p. 261, H. Lécuyer ; RDBF n° 2, 2014, p. 67, A.-C. Muller. Dans cette affaire, les juges du fond avaient relevé que la cliente « n'avait acquis une connaissance suffisante des risques encourus dans les opérations spéculatives sur le marché à règlement mensuel, ni dès l'origine des relations contractuelles, ni avant l'apparition des pertes litigieuses ».

sion de la convention de compte ne font que révéler a posteriori qu'ils étaient déjà, lors de la conclusion de cette convention, des investisseurs avertis. Un tel assouplissement serait certainement favorable au prestataire de services d'investissement, mais la portée exacte de la décision sur ce point est difficile à apprécier, compte tenu du caractère très circonstancié de la motivation.

Après avoir écarté la responsabilité du prestataire au titre du devoir de mise en garde, la Cour de cassation l'écarte également sur le fondement de l'obligation d'information. Les demandeurs reprochaient au prestataire de ne pas s'être enquis par lui-même de leur situation financière afin de leur fournir une information adaptée comme l'article L. 533-4 du Code monétaire et financier, en sa rédaction alors applicable, leur en faisait obligation⁷. La Haute juridiction estime qu'il ressort des constatations de la cour d'appel que « les investisseurs bénéficiaient de l'information nécessaire, qu'étant avertis, ils n'avaient pas à être mis en garde, et qu'ils n'étaient pas créanciers d'un devoir de conseil de la part du prestataire de services d'investissement, de sorte qu'ils n'avaient pu subir de préjudice causé par son éventuel manquement à son obligation de s'enquérir de leur situation financière ». Si l'on écarte la référence au devoir de mise en garde, déjà évincé, ainsi qu'au devoir de conseil – exclu en l'absence d'engagement contractuel en ce sens⁸ –, la Cour de cassation considère qu'ayant bénéficié de l'information nécessaire, les demandeurs n'avaient pas pu subir de préjudice même si la banque avait manqué à son obligation de s'enquérir de leur situation financière. Après tout, l'obligation pour le prestataire de s'enquérir de la situation financière de son client vise à lui permettre d'exécuter son obligation d'information de manière adaptée. Sans préjuger d'éventuelles sanctions disciplinaires, le prestataire de services d'investissements n'engage donc pas sa responsabilité pour s'être abstenu de s'enquérir de la situation financière de son client dès lors que celui-ci a bien été informé.

II. Les investisseurs invoquaient, dans un second temps, un manquement du prestataire à ses obligations relatives à la couverture des opérations à terme. Ils lui reprochaient, de manière habituelle dans ce type de contentieux, de ne pas avoir procédé à la liquidation d'office des positions insuffisamment couvertes, conduisant à l'aggravation du solde débiteur de leur compte. La Chambre commerciale réitère ici deux solutions désormais classiques, dont la rigueur contraste avec les solutions nuancées retenues dans la même décision au sujet de l'obligation d'information et du devoir de mise en garde.

En premier lieu, les juges du fond avaient estimé que les dispositions relatives à la couverture, étant édictées dans l'intérêt des intermédiaires et de la sécurité du marché, ne pouvaient être invoquées par le donneur

d'ordre averti. Pareille affirmation exposait l'arrêt à la cassation. Depuis 2008, la Haute juridiction admet en effet que les règles relatives à la couverture ne visent pas seulement à protéger les intermédiaires et le marché, mais aussi le donneur d'ordre⁹. Un tel manquement aux règles de bonne conduite engage par conséquent la responsabilité civile du prestataire envers son client, que celui-ci soit ou non un investisseur averti. L'obligation d'appeler la couverture ou de liquider d'office les positions non couvertes ne peut être assimilée à une obligation d'information ou de mise en garde. Aussi le préjudice résultant d'un manquement du prestataire à ses obligations en matière de couverture ne consiste-t-il pas en la perte d'une chance, pour le client, de ne pas réaliser l'opération litigieuse. Il correspond à l'aggravation du solde débiteur, c'est-à-dire aux pertes subies par le donneur d'ordre¹⁰.

En second lieu, la cour d'appel avait estimé que les investisseurs, opérateurs avertis, informés en permanence de la situation de leur compte, auraient pu liquider de leur propre chef les positions qu'ils n'étaient plus en mesure de couvrir et qu'ils avaient au contraire, en pleine connaissance de cause, décidé de reporter leurs positions dans l'attente d'une conjoncture boursière plus favorable, de sorte que le lien de causalité entre la faute du prestataire et leur préjudice n'était pas établi. La cassation est derechef prononcée. La Haute juridiction commence par rappeler, selon une formule bien établie, que « le prestataire de services d'investissement intervenant pour le compte d'un donneur d'ordre sur le marché à règlement différé est tenu, même sans ordre de liquidation et nonobstant tout ordre contraire de ce dernier, de liquider les positions de son client lorsque celui-ci n'a pas, le lendemain du dernier jour de la liquidation mensuelle, remis les titres ou les fonds nécessaires à la livraison des instruments financiers vendus ou au paiement des instruments financiers achetés, cette liquidation d'office devant également avoir lieu lorsque les positions du donneur d'ordre ont été reportées et que celui-ci n'a pas, avant la même date, réglé son solde débiteur et constitué ou complété la couverture afférente à l'opération de report »¹¹. Elle maintient ensuite son refus de tout partage de responsabilité, au motif que la faute imputée aux investisseurs n'aurait pu être commise en l'absence de celle du prestataire¹². ■

7. Pour une application, v. Cass. com. 12 février 2008, n° 06-20.835, Bull. civ. IV, n° 31 ; Dr. Sociétés n° 5, 2009, p. 28, T. Bonneau ; Banque et Droit n° 119, 2008, p. 23, H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet. Cette obligation est aujourd'hui déclinée, depuis la directive MIF, à travers le test du caractère approprié et le test d'adéquation (art. L. 533-13 C. mon. fin.).

8. Cass. com. 29 avril 2014, préc.

9. Cass. com. 26 février 2008, Bull. Civ. IV, n° 42 ; Dr. Sociétés, juillet 2008, comm. 161, T. Bonneau ; D. 2008, p. 776, X. Delpech ; Banque & Droit, n° 118, mars-avril 2008, p. 24, H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; RDBF mai-juin 2008, comm. 91, A.-C. Muller ; RTD com. 2008, p. 371, M. Storck. V. antérieurement, en sens contraire : Cass. com. 8 juillet 2003, n° 00-18.941, Bull. civ. IV, n° 118 ; Dr. sociétés, janv. 2004, comm. 13, T. Bonneau ; Banque et Droit n° 91, sept.-oct. 2003, p. 48, H. de Vauplane et J.-J. Daigre et Cass. com. 6 mars 2007, Bull. civ. IV, n° 74 ; RDBF mai-juin 2007, comm. 130, T. Bonneau ; Banque et Droit 2007, n° 113, p. 47, H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet.

10. Cass. com. 22 mai 2012, n° 11-17.936, Bull. civ. IV, n° 105 ; RDBF n° 4, 2012, comm. 132, A.-C. Muller ; RTDF n° 3, 2012, p. 115, A.-C. Rouaud ; BJB n° 9, 2012, § 146, L. Ruet.

11. Cass. com. 13 octobre 2009, n° 08-11.958 ; Dr. Sociétés 2010, comm. 31, T. Bonneau ; Cass. com. 26 juin 2012, n° 11-11.450, Bull. civ. IV, n° 133 ; JCP E 2012, n° 31-34, p. 35, T. Bonneau ; Banque et Droit n° 146, 2012, p. 41, H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; RDBF n° 6, 2012, p. 44, A.-C. Muller ; RTDF n° 3, 2012, p. 115, A.-C. Rouaud ; Dr. Sociétés n° 3, 2013, p. 33, S. Torck.

12. V. déjà Cass. com. 26 juin 2012, préc.

PSI – Réception-transmission d'ordre via Internet – Filtrage et blocage des ordres – Responsabilité du PSI – Réparation intégrale.

Cass. com. 24 juin 2014, n° 13-17.772, D.

Selon l'article 321-62 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers dans sa rédaction alors applicable, le prestataire habilité qui fournit les services de réception et transmission d'ordres via internet doit, lorsqu'il tient lui-même le compte d'espèces et d'instruments financiers de son client, disposer d'un système automatisé de vérification du compte et en cas d'insuffisance des provisions et des couvertures, le système doit assurer le blocage de l'entrée de l'ordre. Le prestataire de services d'investissement doit répondre des conséquences dommageables de l'inexécution de ces obligations.

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud

Parmi les décisions récentes, l'arrêt rendu le 24 juin dernier par la chambre commerciale de la Cour de cassation mérite d'être signalé. Il s'inscrit dans la continuité de plusieurs décisions relatives à l'obligation, pour le prestataire de services d'investissement, de bloquer les ordres transmis par internet en cas d'insuffisance de provision ou de couverture.

De manière tout à fait classique, un client, poursuivi en paiement du solde débiteur de son compte, reprochait à sa banque d'avoir manqué à ses obligations professionnelles et, plus précisément, de n'avoir pas bloqué les ordres en dépit de l'insuffisance de couverture. La décision des juges du fond, qui avaient estimé que le manquement de la banque n'était pas démontré, est ici censurée par la Cour de cassation.

Pour écarter la responsabilité de la banque, les juges du fond avaient relevé que le client avait passé des ordres très rapidement, à quelques minutes d'intervalle, en dépit de la transmission d'alertes sur le dépassement du seuil de couverture. Ayant ainsi effectué les opérations litigieuses sans attendre de connaître le déblocage des ordres précédemment passés, et donc dans des conditions qui ne permettaient pas à la banque de sécuriser les opérations en cause, il n'était pas fondé à reprocher à la banque un manquement à son obligation de couverture. Ils avaient également retenu que le client ne démontrait pas, compte tenu du contexte boursier fortement baissier de l'époque, avoir perdu une chance de revenir à une position créditrice et qu'il avait, en outre, procédé à de multiples opérations à effet de levier sur des valeurs spéculatives.

Ce raisonnement est doublement censuré. La Haute juridiction rappelle, tout d'abord, que le prestataire habilité qui fournit les services de réception et transmission d'ordres via internet doit, lorsqu'il tient lui-même le compte d'espèces et d'instruments financiers de son client, disposer d'un système automatisé de vérification du compte et qu'en cas d'insuffisance des provisions et des couvertures, le système doit assurer le blocage de l'entrée de l'ordre. Faisant application des

prescriptions de l'article 321-62 du règlement général de l'AMF dans sa rédaction alors en vigueur, elle réitère une solution déjà affirmée à plusieurs reprises¹. On sait que depuis 2008, le manquement du prestataire de services d'investissement aux règles de bonne conduite engage sa responsabilité civile à l'égard de son client². L'obligation de filtrage des ordres, tout comme l'obligation de couverture, est en effet prescrite tant dans l'intérêt du donneur d'ordre (le membre de marché doit ainsi vérifier que l'ordre est bien conforme aux stipulations du donneur d'ordre), que dans celui de l'intermédiaire et, enfin, dans celui du marché lui-même³.

La Cour de cassation énonce ensuite que « l'exécution fautive par la banque des ordres transmis par son client est constitutive d'un préjudice devant donner lieu à réparation intégrale » — et vise le principe du même nom. Peu important donc l'imprudence ou une éventuelle erreur de la part du donneur d'ordre. La solution peut paraître sévère pour le prestataire mais, d'un autre côté, l'obligation de filtrage des ordres vise précisément à garantir au client que tout ordre aberrant ou non couvert ne sera pas transmis au marché. S'agissant d'une obligation de résultat, l'exécution d'un tel ordre établit le manquement de la banque à son obligation de se doter d'un système opérationnel de filtrage et de blocage des ordres. Le prestataire doit dès lors répondre des conséquences dommageables de l'inexécution de son obligation de filtrage, sans que le fait que l'ordre ait été passé par Internet ne l'exonère de cette obligation⁴.

1. Cass. com. 4 novembre 2008, n° 07-21.481, Bull. civ. IV, n° 185 ; Cass. com. 13 juillet 2010, n° 09-68.856 ; Cass. com. 8 mars 2011, n° 10-10.798.

2. Cass. com. 26 février 2008, Bull. Civ. IV, n° 42 ; Dr. Sociétés, juillet 2008, comm. 161, T. Bonneau ; D. 2008, p. 776, X. Delpech ; Banque et Droit, n° 118, mars-avril 2008, p. 24, H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; RDBF mai-juin 2008, comm. 91, A.-C. Muller ; RTD com. 2008, p. 371, M. Storck.

3. T. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Economica, 2010, n° 809, p. 656.

4. Cass. com. 4 novembre 2008, préc., censurant la décision des juges du fond qui avaient retenu que « la banque n'intervient nullement dans la passation d'ordres par l'intermédiaire du système internet et qu'il ne peut lui être reproché de ne pas avoir mis en œuvre des moyens techniques dont elle ne disposait pas nécessairement à l'époque ». Comp., retenant l'inopposabilité au donneur d'ordre de la transaction conclue en exécution d'un ordre aberrant non bloqué par le système du PSI : Cass. com. 13 décembre 2011, n° 10-10.103, Bull. civ. IV, n° 207 ; Banque et Droit n° 142, 2012, p. 26, J.-P. Bornet ; RDBF n° 2, 2012, p. 59, A.-C. Muller ; BJB n° 4, 2012, p. 164, I. Riassetto ; RTDF n° 1, 2012, p. 93, A.-C. Rouaud ; Dr. Sociétés n° 3, 2013, p. 33, S. Torck.

■ RÉGLEMENTATION

Règlement PRIIPS.

Parlement européen, Packaged retail investment and insurance products (PRIIPS), 15 avril 2014.

Commentaire de Jean-Pierre Borner

Proposé par la Commission européenne en juillet 2012, le règlement européen portant sur le document d'informations clés des produits d'investissement, communément désigné PRIIPS (Packaged Retail Investment and Insurance Products) a été adopté par le Parlement européen le 15 avril 2014.

L'objectif du Règlement PRIIPS est d'uniformiser l'information précontractuelle remise aux investisseurs non professionnels (au sens de la directive MIF 2) pour les produits d'investissement dont la performance est fonction d'actifs sous-jacents (obligations structurées, OPCVM et FIA, dépôts structurés, contrats d'assurance vie en unité de compte, dérivés, CFD, obligations convertibles, etc.). Le Règlement s'applique également aux titres ou parts de véhicules de titrisation (*Special Purpose Vehicles* – SPV).

En conséquence, le Règlement ne s'applique pas aux actions, aux parts sociales et aux titres de créance à taux d'intérêt fixe. L'on se félicitera de cette sage position prise à la suite de longues discussions. S'il apparaissait en effet comme opportun de standardiser autour de schémas et processus identiques l'information précontractuelle délivrée aux clients pour tous les produits d'épargne proposés aux clients, la réalisation concrète de ces processus aurait été délicate, quasiment impossible et en tout cas illisible pour les clients tant il est difficile de comparer de manière standardisée des produits de nature juridique différente et aux modalités de fonctionnement distinctes.

Ce règlement est cependant transversal, il concerne les produits bancaires, assurantiels et de marchés financiers, qui il est vrai sont souvent présentés au client au sein d'une même offre car souvent substituables.

Le périmètre du règlement PRIIPS concerne l'ensemble des produits d'investissement destinés à une clientèle de détail y compris les instruments émis par les véhicules de titrisation (SPV) et ce quelle que soit leur forme juridique, pour lequel le montant remboursable à l'investisseur est soumis à des fluctuations dépendant de valeurs de référence ou de la performance d'un ou plusieurs actifs que l'investisseur n'achète pas directement.

S'agissant des produits d'assurance, ceux dont la valeur de rachat est totalement ou partiellement exposée, de manière directe ou indirecte, aux fluctuations du marché entrent dans le périmètre du règlement Priips. En revanche, des exemptions sont prévues pour les produits d'assurance non-vie et les contrats d'assurance vie lorsque les prestations prévues par le contrat sont payables uniquement en cas de décès ou d'incapacité due à un accident, à une maladie ou à une infirmité ;

Sont également exclus du périmètre du règlement :

- les dépôts, autres que les dépôts structurés définis à l'article 4 de la Directive 2004/39/CE ;
- les titres exemptés de prospectus à l'exception des émissions de valeurs mobilières figurant dans une offre lorsque le montant total de l'offre est inférieur à 5M€ ;
- les produits de retraite, qui sont reconnus par le droit national comme ayant pour objectif principal de fournir à l'investisseur un revenu lorsqu'il sera à la retraite, et qui lui donnent un droit à certaines prestations ;
- les régimes de retraite professionnelle officiellement reconnus qui relèvent du champ d'application de la Directive 2003/41/CE ou de la Directive 2009/138/CE ;
- les produits de retraite individuels pour lesquels une contribution financière de l'employeur est requise en vertu du droit national, et où le salarié ne peut pas choisir le produit de retraite ni le fournisseur du produit.

Directement inspiré des pratiques déjà en vigueur pour les OPCVM, le Règlement requiert de l'initiateur/concepteur du produit qu'il établisse un « document clé d'information » (DICI), au format clair et concis, de trois pages maximum et constitué de différentes rubriques permettant à l'investisseur de détail de disposer des informations de base pour comprendre le produit afin de procéder à des comparaisons entre produits.

Le DICI présente un certain nombre de différences avec le document d'informations clés prévu par la directive OPCVM (DICI OPCVM), à la fois sur la forme (ordres des rubriques notamment) et sur le fond. L'ensemble des informations requises dans le DICI OPCVM sont présentes dans le DICI PRIIPS à l'exception des performances passées. Il est donc possible de retrouver notamment l'indicateur synthétique de risque et des scénarios de performance (ces derniers devant être présentés quel que soit le produit, alors que le DICI OPCVM ne les requiert que pour les OPCVM structurés).

De nouvelles rubriques ont été introduites. C'est notamment le cas des informations à communiquer sur les conséquences pour l'investisseur d'une situation dans laquelle l'initiateur/producteur ne serait pas en mesure d'effectuer les versements, une brève description précisant si la perte qui en découle est couverte par un système d'indemnisation des investisseurs ou de garantie, les modalités et les conséquences d'un remboursement anticipé.

Le règlement prévoit par ailleurs la mise en place d'une alerte sur l'intelligibilité du produit (*comprehension alert*) et le cas échéant, un avertissement signalant que le produit peut être difficile à comprendre, avertissement qui devra figurer dans le DICI. S'agissant du droit français, cet avertissement s'inscrira sans doute dans le cadre de la réglementation régissant les produits complexes.

Une période transitoire est prévue pour les OPCVM et FIA ayant déjà été à l'origine de la rédaction d'un document d'informations clés. Durant les cinq premières années après l'entrée en vigueur du règlement, ils sont exemptés de l'obligation d'établir un DICI PRIIPS dans la mesure où la directive OPCVM IV les oblige d'ores et déjà à établir un document d'informations clés similaire. Cette exemption concerne également les fonds d'investissement alternatifs (FIA) dès lors que le droit

national qui leur est applicable requiert déjà la mise à disposition d'un document d'informations pour ces FIA.

Quatre ans après la date d'entrée en vigueur, cette exemption fera l'objet d'un réexamen par la Commission européenne. Celle-ci déterminera s'il y a lieu de la prolonger ou si, moyennant des ajustements, les dispositions de la directive OPCVM concernant le DICI pourront être remplacées par celles du Règlement PRIIPS.

Au-delà de l'information précontractuelle, le Règlement PRIIPS donne des pouvoirs d'intervention au régulateur européen des assurances (EIOPA) et aux autorités nationales compétentes en matière de supervision des PRIIPS commercialisés pour le secteur de l'assurance. Il s'agit en réalité d'aligner les pouvoirs des autorités en Europe dans la mesure où le règlement MiFIR dote déjà les superviseurs européens et nationaux des produits bancaires et des produits des marchés financiers de mêmes pouvoirs d'intervention.

Une clause de révision de ce texte est précisée. Quatre ans après l'entrée en vigueur du règlement, la Commission européenne devra réaliser une étude de marché

pour déterminer s'il existe des outils de calcul en ligne permettant à l'investisseur d'évaluer le total des coûts et des frais afférents aux PRIIPS et si ces outils sont mis à disposition gratuitement. De plus, la Commission devra examiner la possibilité de mettre en place un outil permettant de calculer le total des coûts et des frais afférents aux PRIIPS au niveau européen.

La Commission devra également réaliser un bilan de l'alerte visant à informer les investisseurs sur la difficulté de compréhension du PRIIP, un examen de l'application concrète du Règlement et une analyse sur la pertinence du maintien de la dérogation pour les OPCVM et les FIA ayant un DICI.

Le calendrier d'application de ce règlement devrait intervenir d'ici la fin de l'année 2014 ; son entrée en vigueur ne devant pas intervenir avant le second semestre 2016. D'ici là, les trois autorités européennes de supervision des marchés, des banques et des assurances (ESMA, EBA, et EIOPA) - réunis en comité conjoint - auront transmis à la Commission européenne leur avis technique sur les mesures d'application du Règlement. ■

Meilleure exécution.

Position-recommandation AMF n° 2014-07, guide relatif à la meilleure exécution.

Commentaire de Jean-Pierre Bornet

La meilleure exécution constitue le pivot de l'architecture des marchés telle que l'a organisée la Directive MIF. En mettant en place un système où les divers marchés entrent en concurrence, le législateur européen attendait une baisse des coûts d'intermédiation et une organisation optimisée. L'on sait que ces attentes n'ont pas toutes été remplies comme en témoignent les dispositions de la Directive MIF 2 qui tentent de corriger les comportements déviants auxquels l'application de la Directive MIF a donné naissance. Il n'en demeure pas moins que cette concurrence entre marchés demeure et qu'il convient à travers les modalités de mise en place du principe de la meilleure exécution d'en réguler les pratiques notamment en direction de la clientèle des particuliers. C'est dans ce contexte qu'après de nombreuses négociations avec les professionnels, l'AMF a publié un guide relatif à la meilleure exécution, objet de sa position-recommandation n° 2014-07.

Ce guide a été publié à la suite des conclusions d'un groupe de travail dédié réunissant les parties intéressées qui avaient conclu à la nécessité de préciser les attentes du régulateur quant à la définition de la politique de meilleure exécution et à son processus de revue annuelle. Le désintérêt des clients pour ce type d'informations avait par ailleurs été souligné, la grande majorité des clients particuliers passant leurs ordres par l'intermédiaire d'un établissement agissant au titre du service de réception-transmission d'ordres ce qui contribue à opacifier le dispositif.

Ce guide devrait permettre aux professionnels d'harmoniser leurs pratiques, l'AMF ayant constaté des dispa-

rités à la fois dans l'interprétation et dans l'application des textes sur la meilleure exécution sur les sujets suivants : le contenu de la politique d'exécution, le réexamen de la politique d'exécution, l'articulation entre politique d'exécution et politique de sélection, l'information apportée au client.

Sans en reprendre l'intégralité des dispositions, la Position étant très précise, les points saillants de ce guide sont passés en revue dans les lignes qui suivent.

Le champ d'application de ce guide est cantonné pour l'essentiel de ses dispositions. Il vise principalement les relations avec la clientèle non professionnelle. Cependant, lorsque cela est précisé, certaines recommandations/positions et/ou rappels de textes peuvent viser les relations avec la clientèle professionnelle. S'agissant des transactions sur instruments financiers visées par ce guide, il convient d'appliquer l'obligation de meilleure exécution en tenant compte des spécificités des différents types d'instruments financiers.

Les recommandations/positions et rappels de texte formulés dans le guide sont en conséquence applicables à l'ensemble des instruments financiers sauf mention contraire précisant la classe d'actifs visée. Toutefois, à l'exception des paragraphes 2.4.2 et 3.2.3.2, le guide ne traite pas spécifiquement des produits traités essentiellement de gré à gré (obligations, swap de taux, produits structurés...).

Le guide distingue la meilleure exécution de la meilleure sélection. Il vise les deux situations, les chapitres 2 et 3 détaillent les dispositions applicables en matière de politique d'exécution et les chapitres 4 à 6 détaillant les dispositions applicables en matière de politique de sélection.

S'agissant de la délicate question de l'application de ces obligations aux opérations conclues avec des clients au titre de négociations pour compte propre, l'AMF rap-

pelle, conformément au considérant 69 de la Directive d'application, que « les transactions pour compte propre effectuées avec des clients par une entreprise d'investissement doivent être assimilées à l'exécution d'ordres de clients et donc être soumises aux exigences prévues par la directive 2004/39/CE et la présente directive, en particulier à celles de ces obligations portant sur la meilleure exécution ». Toutefois, ce considérant doit être lu à la lumière de la réponse de la Commission européenne au CESR qui prévoit dans la réponse de la Commission à la question 1 « Négociation pour compte propre sur la base de prix proposés » incluse dans le FAQ CESR :

– que « l'application de la meilleure exécution ou non dépendra de la possibilité de considérer l'exécution de l'ordre du client comme étant effectuée pour le compte du client » ;

– que « dans des circonstances ordinaires, un client de détail s'en remet légitimement à l'entreprise d'investissement pour protéger ses intérêts par rapport à la valorisation et aux autres paramètres de la transaction » ;

– que « sur les marchés de gros, les clients ne s'en remettent pas à l'entreprise d'investissement de la même façon ».

L'élaboration de la politique de meilleure exécution s'appuie sur une analyse multicritère comme le précise l'article L. 533-18 du Code monétaire et financier. Conformément à cet article, le meilleur résultat possible s'apprécie au regard de sept grandes catégories de facteurs « le prix, le coût, la rapidité, la probabilité d'exécution et de règlement, la taille, la nature de l'ordre, et enfin toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre ».

En vertu de l'article 314-69 du règlement général de l'AMF, l'importance relative de ces facteurs doit être déterminée par le PSI en fonction d'une série de critères tenant « aux caractéristiques du client, y compris sa catégorisation en qualité de client de détail ou professionnel », « aux caractéristiques de l'ordre concerné », « aux caractéristiques des instruments financiers qui font l'objet de cet ordre », ainsi qu'« aux caractéristiques des lieux d'exécution vers lesquels cet ordre peut être acheminé ». Les PSI doivent différencier leur politique d'exécution, dans la mesure où ils les traitent différemment, selon les types d'instruments financiers pour lesquels ils exécutent des ordres et, selon les types de clients (client professionnel ou non professionnel).

S'agissant des lieux d'exécution, les PSI doivent examiner, sans tenir compte des frais et commissions qu'ils sont susceptibles de facturer à leurs clients, l'ensemble des lieux d'exécution sur lesquels ils sont susceptibles d'exécuter les ordres de ceux-ci. Toutefois, ils ne sont pas tenus d'intégrer dans leur politique ceux des lieux d'exécution pour lesquels le gain obtenu pourrait être contrebalancé par les coûts (pour peu qu'ils soient répercutés aux clients) induits par l'intégration de ces nouveaux lieux d'exécution dans la politique.

Ainsi, l'AMF considère qu'une politique d'exécution peut n'inclure qu'un seul lieu d'exécution pour peu que le PSI soit en mesure de démontrer qu'il obtient le meilleur résultat possible dans la plupart des cas avec la plateforme sélectionnée.

En ce qui concerne l'épineuse question de l'application de l'article L. 533-18 du Code monétaire et financier, qui prévoit que les PSI doivent « obten[ir] le consentement préalable exprès de leurs clients avant de procéder à l'exécution de leurs ordres en dehors d'un marché réglementé ou d'un système

multilatéral de négociation », l'AMF demande d'appliquer la réponse 21.1 du FAQ CESR de mai 2007 qui indique qu'à la différence du consentement préalable, le consentement exprès préalable suppose une preuve effective dudit consentement par le client qui peut prendre différentes formes. Ainsi, une signature par écrit, un accord exprès par voie électronique, un clic sur une page internet, un accord oral par téléphone, ou un accord fait en personne peuvent être considérés comme un accord préalable exprès du moment qu'il existe une conservation appropriée des traces dans chacun de ces cas.

Cette position s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

Pour les transactions sur l'obligataire en OTC avec une clientèle professionnelle, l'AMF reconnaît la difficulté commerciale que pose l'application de cette obligation pour les PSI qui exécutent des transactions sur l'obligataire en OTC pour le compte de clients professionnels. Elle édicte en conséquence la position suivante :

« L'AMF considère que lorsqu'un PSI, exécutant des ordres pour une clientèle professionnelle, a intégré dans sa politique d'exécution, outre un MR ou un SMN, un lieu d'exécution qui n'est ni un MR ni un SMN parce que ce lieu figure parmi ceux qui lui permettent d'obtenir le meilleur résultat possible dans la plupart des cas, il devra décider des modalités de l'exécution des ordres de cette clientèle à la lumière de ses obligations professionnelles. Parmi celles-ci, figurent à la fois l'obligation "d'obtenir le consentement préalable exprès des clients avant de procéder à l'exécution de leurs ordres en dehors d'un MR ou d'un SMN" et celle d'agir au mieux des intérêts de ses clients, principe général qui doit être pris en compte en toutes circonstances. Dans l'hypothèse où le respect de ce principe conduirait le PSI à effectuer la transaction de gré à gré sans avoir pu obtenir l'accord préalable exprès de son client professionnel le PSI devra avoir fait ses meilleurs efforts pour l'obtenir et devra pouvoir en apporter la preuve. » Il sera souligné que le contenu de cette position répond aux attentes des professionnels.

La surveillance régulière du dispositif fait l'objet de la revue annuelle de la politique de meilleure exécution dont l'AMF trace les contours avec un certain degré de précisions notamment quant aux modalités de contrôles des opérations traitées dans le cadre de la politique d'exécution. Cette revue doit permettre d'adapter chaque année la politique d'exécution au regard des évolutions constatées et le cas échéant des difficultés rencontrées. L'AMF entend voir les PSI s'interroger chaque année sur la pertinence globale de leur politique. Elle précise ainsi que le PSI doit s'interroger sur le fait de savoir si l'intégration de nouvelles plateformes d'exécution ou une affectation différente des plateformes aux différentes catégories d'instruments financiers, de clients, d'ordres, peuvent améliorer la qualité d'exécution. Il ne s'agit pas d'encourager les PSI à s'orienter obligatoirement vers un service offrant de multiples choix d'exécution mais la position de l'AMF s'inscrit dans une volonté de voir les PSI s'interroger sur leur capacité à offrir la meilleure exécution à leurs clients.

S'agissant de la politique de meilleure sélection applicable aux prestataires qui fournissent le service de réception – transmission d'ordre (RTO) ou de gestion de portefeuille ou d'OPCVM et qui transmettent

leurs ordres pour exécution à un autre PSI, l'AMF entend organiser un régime de responsabilités en cascade. Le PSI transmetteur d'ordres devra s'assurer que l'entité sélectionnée est tenue à son égard à une obligation de meilleure exécution. Pour remplir cette obligation il doit établir une politique qui sélectionne, pour chaque catégorie d'instruments, le ou les PSI auxquels les ordres sont transmis. Ces PSI doivent avoir une politique d'exécution permettant au PSI qui met en œuvre une politique de sélection de respecter ses propres obligations. Ce dernier doit contrôler régulièrement l'efficacité de cette politique, en particulier la qualité d'exécution des négociateurs sélectionnés, et le cas échéant, corriger les défaillances constatées. De plus, il doit revoir sa politique de façon annuelle ainsi qu'à chaque fois qu'intervient un changement significatif ayant une incidence sur sa capacité à continuer d'obtenir le meilleur résultat possible pour son client.

L'AMF constate que la plupart des PSI, pour s'acquitter de leur obligation d'informer leurs clients, mettent leur politique de sélection à disposition de leurs clients sur leur site internet. Dans ce cas, l'AMF suggère, à titre de recommandation, aux PSI ayant une clientèle non professionnelle, que les politiques de sélection ainsi mises à disposition renvoient vers un lien affichant un tableau synthétique répertoriant, en fonction de la catégorie des instruments financiers habituellement traités par les clients, outre les courtiers utilisés, les lieux d'exé-

cution qu'utilisent ces derniers pour offrir la meilleure exécution. Ce tableau devrait être mis à jour en cas de changement de politique.

Comme la politique d'exécution, la politique de meilleure sélection suppose un contrôle rapproché du prestataire exécutant les ordres et une revue annuelle afin d'en définir les éventuelles modifications ou évolutions.

En ce qui concerne le lien entre recherche et politique de meilleure sélection, l'AMF précise que, comme indiqué dans la réponse de la Commission européenne à la question 112 de son Question/Réponse, si la recherche ne doit pas faire partie des critères d'appréciation pris en compte au titre de la meilleure sélection, elle peut naturellement faire partie de la politique globale de sélection des brokers sous réserve, d'une part qu'une analyse de la qualité d'exécution ait été effectuée, et d'autre part que le coût de la recherche soit compatible avec le respect de la primauté des intérêts des clients.

Les dispositions prévues dans ce guide n'étant que des clarifications de textes déjà entrés en vigueur, sont en conséquence applicables immédiatement, à l'exception des positions et recommandations relatives aux réexamens des politiques de meilleure exécution et meilleure sélection. Ces dernières devront être appliquées lors du prochain exercice de réexamen annuel des politiques qui interviendra à compter de la date de publication du guide soit le 5 août 2014. ■

Conventions concernant la distribution d'instruments financiers.

Position-recommandation AMF n° 2014-05.

Commentaire de Frida Mekoui

La bonne commercialisation de produits financiers passe, à n'en pas douter, par une présentation fidèle du produit aux futurs investisseurs.

Les personnes en charge de la commercialisation du produit (les distributeurs) n'étant pas forcément celles chargées de sa confection (les producteurs), il était important de s'assurer que les informations dont elles disposaient et qui allaient être transmises à l'investisseur étaient conformes au produit financier commercialisé.

Ce fut l'un des objectifs de l'ordonnance n° 2008-1271 du 5 décembre 2008 relative à la mise en place de code de bonne conduite et de conventions régissant les rapports entre producteurs et distributeurs, en matière de commercialisation d'instruments financiers, de produits d'épargne et d'assurance sur la vie qui, s'inspirant de certaines préconisations du rapport Delmas Marsalet¹ publié en 2005 sur la commercialisation des produits

financiers, imposa la formalisation par écrit des relations entre le producteur et son distributeur.

Ainsi fut introduit dans le Code monétaire et financier l'article L. 533-13-1 : le producteur et le distributeur d'instruments financiers donnant lieu à la publication d'un document d'information doivent conclure une convention prévoyant (i) les conditions dans lesquels le distributeur doit soumettre au producteur les communications à caractère promotionnel préalablement à leur diffusion et (ii) la mise à disposition du distributeur par le producteur de toutes les informations nécessaires à la bonne commercialisation des instruments financiers.

Cette disposition fut complétée par un décret publié en 2010² codifié à l'article R. 533-15 du même code, lequel précise les stipulations devant impérativement être prévues dans ces conventions. Il s'agit, entre autres, de l'obligation pour le distributeur de n'utiliser que des documents publicitaires approuvés par le producteur et, de l'obligation pour le producteur de fournir au distributeur les éléments permettant d'apprécier les caractéristiques financières de l'instrument financier ainsi que d'apprécier la conformité des projets de documents publicitaires au prospectus.

1. Rapport Delmas-Marsalet J. relatif à la commercialisation des produits financiers, novembre 2005.

2. Décret 2010-40 du 11 janvier 2010.

Des dispositions équivalentes ont été introduites dans le Code des assurances pour encadrer les relations entre l'intermédiaire et l'entreprise d'assurance.

Quatre ans après l'entrée en vigueur du dispositif, l'Autorité du marché financier (l'AMF) et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) ont tenu à préciser leurs attentes s'agissant du contenu de ces conventions dans une position-recommandation (concernant les instruments financiers) pour la première et, dans une recommandation (concernant les produits d'assurance vie) pour la seconde, publiées le 8 juillet 2014.

S'agissant en particulier de la position-recommandation de l'AMF, sans prétendre à une analyse exhaustive du texte, certains éléments méritent d'être mentionnés.

Champ d'application du texte

L'AMF précise que la notion de distributeur vise les prestataires de services d'investissement de droit français ou d'un autre État de l'Espace économique européen ayant une succursale en France, ainsi que les conseillers en investissement financier. L'AMF rappellerait ainsi implicitement que le texte ne s'applique qu'à la commercialisation des instruments financiers sur le territoire français.

S'agissant du champ d'application *rationae materiae*, l'AMF rappelle que sont visés tous les instruments financiers donnant lieu à la publication d'un prospectus. L'AMF ne s'écarte pas du texte législatif sur ce point. Cela met pourtant en exergue que le placement d'actions ou d'obligations simples pourraient, en l'état de la rédaction des textes, être soumis au dispositif. Au-delà des difficultés opérationnelles qui en découleraient, notamment parce que ces situations sont gérées par une documentation contractuelle spécifique (contrat de placement et de garantie), l'objectif de l'ordonnance de 2008 était de viser les producteurs d'instruments financiers comme en témoigne son intitulé. Or, peut-on réellement considérer que les sociétés commerciales émettrices d'actions et obligations simples sont des producteurs ? En la matière, le règlement européen portant sur le document d'informations clés des produits d'investissement, (PRIIPS : *Packaged retail investment and insurance products*) adopté par le Parlement européen le 15 avril 2014 appréhende la notion de producteur. Ces derniers sont les personnes qui élaborent ou qui émettent les produits visés par le règlement, desquels produits sont exclues les actions et obligations à taux fixe. Bien qu'il ne soit pas encore entré en vigueur, ce règlement aurait pu constituer une assise pour encadrer le domaine d'application du dispositif français quant aux types d'instruments visés conformément à ce qui semble avoir été la volonté initiale du législateur en visant « les producteurs ».

Sur le contenu des conventions

L'AMF expose ensuite de façon assez détaillée les stipulations minimales qu'elle attend dans ces conventions. On notera, entre autres, l'obligation de prévoir dans la convention l'engagement du producteur de vérifier la conformité des communications à caractère publicitaire dans

un (des) délai(s) en nombre maximum de jours, adapté(s) le cas échéant aux modalités de commercialisation du distributeur et au(x) supports de communication utilisés. Les paramètres de fixation des délais d'examen sont ainsi clairement encadrés. De même, la convention devra prévoir l'impossibilité pour le distributeur d'utiliser les documents publicitaires en cas de silence du producteur. Cela peut paraître contradictoire avec l'obligation du producteur, prévu dans cette même position-recommandation, de produire un avis sur la conformité des communications publicitaires au document d'information, l'AMF allant même jusqu'à préciser la teneur possible de cet avis (validation pure et simple, refus pur et simple ou demande de modification).

Sur les chaînes de distributeurs

De fait, le dispositif législatif et réglementaire n'appréhende que la relation entre le producteur et le distributeur ayant un lien direct. Il n'y a pas de précision sur les contrats susceptibles d'être conclus entre distributeurs. L'AMF entend combler cette lacune en recommandant la conclusion d'une convention entre le distributeur en contact avec le client final et l'entité qui s'interpose entre ce distributeur et le producteur. Il s'agira de prévoir dans cette convention l'engagement de la part de l'entité s'interposant de transmettre (i) au distributeur les informations réglementaires (et leur mise à jour) qu'elle a reçues du producteur et, (ii) au producteur, pour validation, les communications à caractère promotionnel établies par le distributeur en relation avec le client.

La publication de cette doctrine par les autorités semble s'expliquer par le fait qu'un certain nombre de distributeurs n'auraient pas « correctement » mis en place les dispositions issues de l'ordonnance de 2008. L'idée étant alors de leur rappeler ce dispositif et de les guider dans sa mise en place. Cette position-recommandation détaillant le contenu des conventions producteurs/distributeurs imposera paradoxalement aux professionnels s'étant de longue date conformés à cette obligation la revue et la signature des conventions mises à jour. On peut alors se demander s'il n'existait pas des alternatives à l'émission de cette doctrine. L'adoption d'un guide en lieu et place de la position-recommandation ou encore l'utilisation des instruments mis à disposition des autorités en cas de non-respect par les acteurs des règles de bonne conduite applicables (injonction, avertissement, composition administrative, etc.) auraient pu constituer des solutions. Enfin, sur le plan juridique on peut s'interroger sur le bien-fondé d'un texte intervenant là où la loi avait entendu, par-delà les clauses minimales devant être fixées par décret, laisser les modalités d'application à la liberté contractuelle. Il est permis de se demander dans quelle mesure un tel texte ajoute à l'ordonnement juridique. ■

Produits structurés offerts à des clients non professionnels – Bonnes pratiques relatives à la gouvernance de ces produits.

Avis de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) du 27 mars 2014.

Commentaire de Frida Mekoui

Dans un avis publié le 27 mars dernier à l'attention des producteurs et distributeurs de produits structurés offerts à des clients de détail ainsi que des autorités nationales dans le cadre de leur surveillance, l'AEMF détaille ce qu'elle considère être des bonnes pratiques en matière de gouvernance de ces produits.

Il n'aura échappé à personne que la commercialisation des produits structurés auprès des clients de détail a appelé l'attention des autorités tant au niveau international¹ que national. En témoigne les initiatives prises par certaines autorités nationales destinées à restreindre, voire interdire, cette commercialisation dans certains cas². L'AEMF avait d'ailleurs publié, en 2013, un rapport sur leur commercialisation croissante auprès des clients de détail. Le risque soulevé par ces autorités étant, entre autres, la mauvaise compréhension de ces produits par des investisseurs non avisés, et partant des risques et de la rentabilité associés.

Ainsi, l'AEMF érige en bonne pratique la mise en place par les prestataires de services d'investissement (tantôt producteur tantôt distributeur) de procédures formalisées relatives à la gouvernance des produits structurés. Parmi les nombreuses bonnes pratiques détaillées par l'AEMF, certaines appellent une attention particulière.

Confection des produits

Lors de la confection du produit le producteur devrait s'assurer que celui-ci répond aux besoins, aux objectifs d'investissement ainsi qu'à la connaissance et l'expérience des investisseurs ciblés. Par ailleurs, la fonction conformité devrait être impliquée dans ce processus de confection.

Test du produit

Le producteur devrait vérifier quels auraient été les résultats du produit dans le passé (back testing) et réaliser des simulations de performance future. L'objectif étant de s'assurer que le profil de risque et de rendement est « équitable » pour la cible d'investisseurs identifiée. De même, les résultats de ces tests devraient être transmis aux distributeurs, lesquels devraient examiner ces résultats ou avoir recours à un tiers indépendant pour mener cette analyse.

1. IOSCO's final report on the regulation of retail structured products (FR14/13, 20 déc. 2013); IOSCO principles on suitability requirements with respect to complex financial products.

2. Position AMF 2010-05, du 15 octobre sur la commercialisation des produits complexes; Arrêté Royal belge portant approbation du règlement de l'Autorité des services et marchés financiers concernant l'interdiction de commercialisation de certains produits financiers auprès des clients de détail; Projet de loi allemand du 28 juillet 2014 sur le renforcement de la protection des investisseurs (dont certaines dispositions visent à restreindre ou interdire la vente de certains instruments financiers et dépôts structurés).

Cible d'investisseurs

Les producteurs devraient en amont identifier la cible d'investisseurs à laquelle le produit sera destiné. Le distributeur devrait ensuite affiner ce « ciblage » en fonction des connaissances spécifiques qu'il peut avoir de ses clients. En tout état de cause, les producteurs et les distributeurs devraient vérifier s'il existe des produits moins complexes, moins coûteux et risqués qui pourraient répondre aux besoins et objectifs de la cible identifiée.

Stratégie de distribution

Les producteurs devraient adopter des politiques et procédures gouvernant leurs relations avec les distributeurs (choix du distributeur, fourniture des informations sur les caractéristiques de leurs produits). Quant aux distributeurs, ceux-ci devraient s'assurer qu'ils disposent de suffisamment d'informations, notamment, pour former leurs employés. L'AEMF leur demande également de ne pas se reposer uniquement sur les informations transmises par le producteur mais de conduire leur propre analyse du produit financier.

Valeur du produit structuré au moment de l'émission et transparence des coûts

Le producteur devrait mettre à disposition, directement ou indirectement, des investisseurs la valeur du produit structuré à la date de l'émission. Cette valeur devrait refléter la valeur du produit et/ou de ses composants dans les comptes du producteur et être déterminée en fonction des standards de marché (par exemple, l'IFRS13)³. Il est aussi précisé que le distributeur devrait vérifier cette valorisation, y compris si nécessaire en faisant appel à un tiers expert.

Marché secondaire

L'AEMF considère comme une bonne pratique pour un producteur d'offrir des opportunités de vente ou d'achat du produit structuré avant son échéance lorsque le produit structuré ne fait pas l'objet d'un marché secondaire liquide. Les distributeurs étant quant à eux chargés de s'assurer d'informer les investisseurs des méthodes utilisées pour déterminer le prix du produit sur le marché secondaire ainsi que les coûts associés aux rachats de ce produit.

Revue de la procédure

Le suivi de la performance du produit structuré est également érigé en bonne pratique. L'idée étant de tirer les leçons d'un éventuel écart entre la performance attendue initialement et la performance effective.

La publication d'un tel avis par l'AEMF s'inscrit dans un contexte réglementaire foisonnant en matière d'épargne. En effet, plusieurs textes au niveau européen, prochainement applicables, ont notamment pour objectif d'appréhender les risques liés à la commercialisation des produits structurés auprès de clients de détail : le règlement européen portant sur le document d'informations clés pour les produits d'investissement (PRIIPs), qui impose

3. IFRS 13, « Fair Value Measurement ».

la remise d'un document limité à trois pages reprenant les principales caractéristiques du produit (notamment en termes de risques) offert à des clients de détail, ou encore le paquet MIF2⁴ qui renforcent la protection des investisseurs.

À cet égard, l'avis commenté de l'AEMF s'inspire largement des dispositions de la directive MIF2. Pour mémoire, cette directive imposera, en 2017, aux producteurs la mise en place de procédures d'approbation des produits dans le cadre desquelles ces derniers devront, entre autres, au moment de la confection du produit déterminer la cible de clients à laquelle il sera destiné. Ce sont peu ou prou ces principes que l'on retrouve dans l'avis de l'AEMF avec un niveau de détail beaucoup plus fin.

On s'étonnera donc qu'un simple avis de l'AEMF puisse aboutir à la mise en œuvre d'un texte applicable en 2017 et dont les mesures d'application ne sont pas encore finalisées. Cela pose de toute évidence un problème au regard de la hiérarchie des normes. On pourra objecter qu'il ne s'agit que d'un avis, de bonnes pratiques n'ayant pas de valeur juridique contraignante. Il n'en reste pas moins que certaines autorités compétentes nationales pourraient considérer leur déclinaison dans leur ordre

juridique national tandis que d'autres attendront la date d'application des textes MIF2.

Enfin, la base juridique utilisée par l'AEMF pour émettre cet avis apparaît éminemment discutable. L'AEMF fait référence à l'article 29-1 du règlement européen⁵ instituant l'AEMF⁶. Or, cette disposition a un objectif assez précis puisqu'elle concerne la contribution de l'AEMF à la mise en place d'une culture commune dans l'Union et des pratiques cohérentes en matière de surveillance. On ne voit pas que l'AEMF puisse se fonder sur cet article pour se substituer au législateur sur des mesures de fond.

Pourtant, la pratique semble avoir été entérinée par l'autorité. C'est sur ce même article que l'autorité se fondait un mois plus tôt pour émettre un avis sur la commercialisation des produits complexes⁷. ■

4. Directive 2014/65/CE et règlement 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la Directive 2002/92/EC et la Directive 2011/61/EU (avec une date d'entrée en application au 3 janvier 2017).

5. Article 29-1 du Règlement (UE) n° 1095/2010 : l'AEMF « contribue activement à créer une culture commune de l'Union et des pratiques cohérentes en matière de surveillance et à garantir l'uniformité des procédures et la cohérence des approches dans l'ensemble de l'Union. L'Autorité assure au minimum les activités suivantes : fournir des avis aux autorités compétentes [...] ; favoriser un échange d'informations bilatéral et multilatéral efficace entre les autorités compétentes [...] ; contribuer à l'élaboration de normes de surveillance uniformes et de grande qualité [...] ; évaluer l'application des normes techniques de réglementation et d'exécution pertinentes adoptées par la Commission [...] ; établir des programmes de formation sectoriels et transsectoriels [...] ».
6. Règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers).
7. ESMA's opinion on MiFID practices for firms selling complex products, 7 février 2014.

Club
BANQUE



Jeudi
27 novembre
2014
de 18 h 00
à 20 h 00

Lieu

Auditorium de la FBF
18, rue La Fayette
75009 Paris

Contact

Magali Marchal
Tél. : 01 48 00 54 04
Fax : 01 48 24 12 97
marchal@revue-banque.fr

L'INTRODUCTION DE L'ACTION DE GROUPE EN DROIT FRANÇAIS

Cette séance sera présidée par Antoine JUARISTI, Associé, Hogan Lovells.

Avec la participation de :

Emmanuel JOUFFIN, Direction juridique, La Banque Postale ;

Martine BOCCARA, Direction des affaires juridiques, BNP Paribas ;

Miguel BETTAVER, Juriste contentieux à la Direction des affaires juridiques de la Société Générale

Thomas ROUHETTE, Associé, Hogan Lovells.