

on dire, du conseil d'administration dans le processus d'approbation des comptes annuels. Le « second dirigeant » doit, aux termes de la décision reprenant ceux de la position de l'AMF, exercer des fonctions de « contrôle de l'information comptable et financière » et « la détermination du niveau des fonds propres » (p. 8).

Si la portée de la décision tend indiscutablement à donner un effet utile à l'exigence de double direction, sa teneur vient révéler la difficulté qu'il y a, pour les dirigeants, à déterminer leurs compétences résultant de la superposition des règles du droit financier à celles du droit des sociétés. ■

Nature juridique d'un « produit financier » remboursable au-dessous du nominal – Caractéristiques essentielles d'un titre obligataire.

Cour d'appel de Paris 21 juin 2016, n° 15/00317, M. X c/ SA Generali et SARL Horizon Patrimoine.

« Qu'une obligation est donc un titre de créance représentatif d'un emprunt et dont le détenteur, outre la perception des intérêts, a droit au remboursement du nominal à l'échéance. »

Commentaire de Frida Mekoui

L'arrêt commenté se prononce sur la qualification juridique de titres de créance structurés¹ ne comportant pas de protection intégrale du capital, c'est-à-dire en des termes plus juridiques, susceptibles d'être remboursés en dessous du nominal.

La question est loin d'être théorique : il en va, entre autres, de l'éligibilité de ces titres comme support d'unité de compte des contrats d'assurance vie. Pour n'en décrire que brièvement le fonctionnement, on rappellera que les contrats d'assurance vie en unité de compte permettent à l'assuré de s'exposer économiquement à la valeur de certains types de titres financiers limitativement énumérés² tels que les obligations négociées sur un marché reconnu. À l'image du cas d'un investisseur qui acquiert directement les titres financiers précités, l'assuré supporte les risques liés à ces produits.

En l'espèce, c'est l'évolution défavorable de la valeur du titre de créance structuré utilisé comme support des unités de compte qui amena l'assuré, d'abord à remettre en cause le conseil et l'information reçus de la part de l'assureur et du courtier, puis l'éligibilité du titre au contrat d'assurance vie.

Sur ce dernier point, la cour d'appel estime que le droit au remboursement du capital est une caractéristique essentielle de l'obligation : « il est établi que le détenteur n'a pas droit au remboursement du nominal de sorte que cette caractéristique essentielle de l'obligation n'étant pas acquise, le produit litigieux ne peut être qualifié d'obligation et n'est donc pas éligible au contrat ».

Le débat n'est pas nouveau³, puisque l'AMF encadre rigoureusement l'utilisation du terme « obligation » dans le cadre de la documentation commerciale⁴. L'AMF considère ainsi que le terme « obligation » ne doit pas être utilisé dans les brochures commerciales portant sur des titres de créance structurés qui présentent un risque de perte en capital. Néanmoins, la portée de cette position sur la qualification juridique des titres structurés est à relativiser. En effet, il apparaît ici que l'objectif de l'autorité n'est pas tant de se prononcer sur le plan juridique que de veiller à ce que l'utilisation du « label obligation » ne puisse induire un doute dans l'esprit de l'investisseur de détail sur les possibilités, le cas échéant, de perte de tout ou partie du capital investi. Selon cette conception, le vocable obligation serait dans l'esprit du grand public gage de sécurité et de simplicité. D'ailleurs, l'AMF réserve le même sort aux titres structurés qui, bien que garantis en capital, présentent une complexité particulièrement importante. Plus encore, elle permet l'utilisation du terme obligation dans la partie des documents commerciaux relative aux caractéristiques techniques de l'instrument financier et, bien sûr, dans la documentation juridique (i. e. le prospectus). C'est dire que l'autorité reconnaît indirectement que ces titres, bien que non remboursables « au pair », puissent être qualifiés d'obligations sur le plan juridique.

Alors quels sont les arguments qui ont permis à la cour d'appel de Paris de considérer aussi catégoriquement que le droit au remboursement du nominal était une caractéristique essentielle des obligations ? À cet égard, les juges sont pour le moins lapidaires : « Considérant qu'aux termes de l'article L. 213-5 du Code monétaire et financier les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale. Qu'une obligation est donc un titre de créance représentatif d'un emprunt et dont le détenteur, outre, la perception d'un intérêt, a droit au remboursement du nominal à l'échéance ».

La relation causale entre l'« unique définition légale des obligations »⁵ et le principe exposé par la cour d'appel est pour le moins réductrice comme le souligne un auteur⁶. L'ar-

1. En l'occurrence des EMTN. La terminologie EMTN fait référence à un standard de documentation d'émission de titres de créance. Ce standard est généralement utilisé pour les émissions de titres de créance structurés, mais également tout à fait servir pour des titres simple (« vanilles ») comme le souligne un auteur (Brèves observations sur la nature juridique des EMTN, Thierry Samin).

2. Articles L. 131-1, R. 131-1 et R. 332-2 du Code des assurances.

3. Cf. Thierry Samin « Brèves observations sur la nature juridique des EMTN », *Bulletin Joly Bourse*, décembre 2012.

4. Position AMF n° 2013-13 – Guide pour la rédaction des documents commerciaux dans le cadre de la commercialisation des titres de créance structurés.

5. Gilles Endréo, *Bulletin Joly Bourse* du 1^{er} sept. 2016, n° 09, p. 369.

6. Article précité, note 5.

ticle ne dit à aucun moment que l'obligation représente un emprunt ou encore que le remboursement doit avoir lieu au montant nominal. Cette déduction est-elle tirée du droit de créance mentionné par cette disposition ? Si cela eut été le cas, le raisonnement aboutirait à un non-sens. En effet, l'article L. 213-1 A du CMF dispose que « les titres de créance représentent chacun un droit de créance sur la personne morale ou le fonds commun de titrisation qui les émet ». À supposer que le droit de créance mentionné à l'article L. 213-5 fasse référence à l'idée d'emprunt, à supposer encore que l'emprunt implique sans exception un remboursement intégral du montant emprunté, mais alors ne devrait-on pas aboutir à la même conclusion pour tous les titres de créance et ainsi refuser aux titres dont il est question la qualification de titres de créance tout simplement ? Cette idée ne peut être sérieusement soutenue au regard des catégories de titres financiers et plus encore d'instruments financiers existantes. En droit français, deux catégories d'instruments financiers sont consacrées : les titres financiers qui font l'objet d'une émis-

sion⁷ et qui sont négociables⁸ et les contrats financiers qui ne présentent pas ces caractéristiques (notamment ils ne font pas l'objet d'une inscription en compte). Les produits structurés qui font l'objet de la décision commentée, présentent assurément les caractéristiques des premiers. Ensuite, la catégorie des titres financiers comporte trois sous-catégories de titres : les titres de capital, les actions et parts d'organismes de placement collectif et les titres de créance. La seule qualification pertinente est celle de titres de créance.

Le débat rappelle la distinction économique entre les titres de dette et les titres d'investissement. Mais, il s'agit de considérations économiques qui ne doivent pas compromettre, en l'état actuel du droit, le débat juridique. ■

7. En cela ils impliquent pour l'essentiel des obligations de la part de l'émetteur et des droits pour les porteurs.

8. C'est-à-dire transmissible de façon simplifiée (par simple virement compte à compte).

Obligation d'information en cas de demande de rachat d'un OPCVM garanti en capital à l'échéance.

Commission des sanctions de l'AMF, décision du 21 juin 2016 à l'égard de la société Banque Postale.

Commentaire de Frida Mekoui

La décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 21 juin 2016 établit plusieurs principes dans le cadre des demandes de rachat de produits garantis en capital à l'échéance. En l'espèce, La Banque Postale avait commercialisé, à partir de 2005, deux types d'OPCVMs gérés par sa filiale qui bénéficiaient d'une garantie du capital investi à l'échéance. Ces fonds, qui arrivaient à échéance en 2014 et 2015, avaient fait l'objet d'une alerte par l'AMF, en 2011, s'agissant de la baisse de la valeur liquidative (15 à 30 % par rapport à la valeur initiale) et de la problématique commerciale qui en découlait « les porteurs de parts étant exposés à une perte certaine en cas de rachat par anticipation, alors que les fonds étaient garantis en capital à l'échéance ». La Banque Postale avait alors mis en place une procédure spécifique imposant aux conseillers de mettre en garde les clients qui demandaient un rachat anticipé de leurs parts.

La procédure débouche tout de même sur une procédure de sanction, eu égard au nombre de clients ayant demandé des rachats anticipés après la mise en œuvre de la procédure interne.

Les manquements finalement retenus portent sur le manque d'information communiquée aux clients dans le cadre des demandes de rachat anticipées, le caractère inadapté des recommandations dans le cas des demandes de rachats qui s'inscrivaient dans le cadre d'un conseil en investissement et, enfin l'absence de conservation des enregistrements permettant de retracer les services d'investissement fournis.

La décision est particulièrement intéressante sur les deux premiers points.

S'agissant des demandes de rachat anticipées formulées dans le cadre d'un simple service de réception et transmission d'ordre (sans conseil préalable), l'AMF invoquait le II de l'article L. 533-12 du CMF : « Les prestataires de services d'investissement communiquent à leurs clients, notamment leurs clients potentiels, les informations leur permettant raisonnablement de comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférents, afin que les clients soient en mesure de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause. » Elle considérait, sur le fondement de cet article, que l'information sur la valeur liquidative des fonds mentionnés dans les relevés annuels n'était pas suffisante. En effet, dans la mesure où le texte évoque « les instruments financiers proposés » et les « décisions d'investissement » l'application de cette disposition dans le cadre d'une décision de vente non conseillée pouvait se discuter. La Commission des sanctions de l'AMF retient une interprétation large du texte. L'article L. 533-12 vise tous les services d'investissement, desquels fait partie la réception transmission d'ordre. La demande de rachat est analysée comme une décision d'investissement par la Commission et, à ce titre, le porteur à l'initiative de cette demande doit recevoir toutes les informations le mettant en mesure de prendre sa décision en connaissance de cause : « qu'en l'espèce les décisions de rachat avant l'échéance des parts de FCP Progressio et Progressio 2006 devaient être regardées comme s'inscrivant dans les décisions d'investissement au sens de ce texte des clients intéressés ; que ces derniers devaient recevoir les informations de nature à leur permettre de prendre lesdites décisions en connaissance de cause, alors même qu'elles procédaient initialement de leur seule initiative. »

Elle en déduit que le porteur aurait dû recevoir deux types d'information dans le cadre de sa demande de rachat : « des