

dans le présent commentaire, il faut noter que la Commission des sanctions de l'AMF retient, pour la première fois aussi clairement nous semble-t-il, une distinction entre les obligations d'information des émetteurs et celles des commissaires aux comptes<sup>5</sup>. La Commission des sanctions prend soin de rappeler que, selon l'art. L. 823-9 du Code de commerce, la mission des commissaires aux comptes est de certifier « que les comptes annuels sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine » de l'entité à la fin de l'exercice contrôlé, et que la norme d'exercice professionnel 320 exige d'eux qu'ils s'assurent que les comptes « pris dans leur ensemble ne comportent pas d'anomalie significative par leur montant ou par leur nature ». En l'occurrence, il leur était reproché de ne pas avoir fait de réserve ou une observation sur « la description de la règle relative à la dépréciation des frais préliminaires présentée dans l'annexe aux comptes consolidés », dont les services de l'AMF avaient estimé qu'elle « était imprécise et inexacte ».

La Commission des sanctions, tout en constatant l'imprécision de cette description, n'engage pas la responsabilité des commissaires aux comptes pour mauvaise information du marché. À cet effet, elle rappelle « que la communication faite par les commissaires aux comptes porte, non pas sur les comptes sociaux eux-mêmes mais sur leur régularité et leur sincérité, ainsi que sur la fidélité de l'image qu'ils donnent du résultat des opérations de l'exercice, de la situation financière de la société et de son patrimoine ». Elle conclut que, « dans ce cadre, ils doivent notamment s'assurer que la façon dont sont

appliquées les règles exposées dans l'annexe aux comptes par l'entité n'entraînent aucune anomalie significative, par son montant ou sa nature, sur les comptes » et que « cette régularité, cette sincérité et cette fidélité s'apprécient globalement ». En l'occurrence, elle estime que tel avait été le cas.

Autrement dit, la Commission des sanctions ne confond pas les obligations du commissaire aux seuls comptes avec celles de l'émetteur : l'obligation d'exactitude, de précision et de sincérité pèse sur l'émetteur et s'applique à l'établissement des comptes sociaux ou consolidés ; en revanche, les commissaires aux comptes sont tenus d'une obligation de veiller à la régularité, à la sincérité et à la fidélité de l'image des comptes ; elle accorde ainsi aux commissaires aux comptes une « marge de confort ». Cette différence d'intensité des obligations d'information des commissaires aux comptes par rapport à celles de l'émetteur est justifiée et vient de la différence entre les obligations de chacun : l'émetteur doit établir des comptes réguliers, sincères et fidèles, le commissaire aux comptes doit seulement contrôler qu'ils sont réguliers, sincères et fidèles. Ce n'est pas jouer sur les mots : l'émetteur a une mission d'établissement des comptes, le commissaire une mission d'audit des comptes. C'est une distinction très classique, que l'on retrouve dans la différence de rôle entre l'expert-comptable interne à l'entreprise ou indépendant, qui établit les comptes, et le commissaire aux comptes, qui les contrôle<sup>6</sup>. L'appréciation du commissaire aux comptes est plus globale qu'analytique. ■

5. Voir, précédemment : AMF 29 mars 2007, SAN-2007-16 ; AMF 24 mai 2007, SAN-2007-18 ; AMF 5 juillet 2007, SAN-2007-20 ; AMF 21 novembre 2007, SANS-2008-01 ; AMF 28 février 2008, SAN-2008-12.

6. En faveur de cette distinction : St. Torck, « L'article 632-1 du Règlement général de l'AMF et les commissaires aux comptes », *Droit des sociétés* n° 4, art. 2014, p. 1.

## Devoir de mise en garde du prestataire de services d'investissement – Notion d'opération spéculative.

Cass. com. 10 févr. 2015, n° 13-28483.

Commentaire de Frida Mekoui

Dans la droite ligne de la jurisprudence dite Buon<sup>1</sup>, la Cour de cassation rappelle dans cet arrêt du 10 février 2015 que le devoir de mise en garde du prestataire de services d'investissement qui exécute l'ordre de son client est conditionné non seulement à la qualité de « non averti » de ce dernier mais également au caractère spéculatif de l'opération litigieuse. C'est sur la notion d'opération spéculative que la haute juridiction se prononce plus précisément pour considérer que : « le banquier prestataire de service n'est pas tenu d'un devoir de mise en garde lorsqu'il prête son concours à la souscription, par son client, de produits financiers ne représentant pas de caractère

spéculatif, peu important leur soumission à la variabilité des marchés financiers, ce qui est le cas des actions ayant fait l'objet de l'opération litigieuse, acquise au comptant ».

En l'espèce, après l'introduction en bourse de la société Multimania, un investisseur et ses trois fils avaient acheté par l'intermédiaire de la banque un certain nombre de ces actions au cours de 125 euros, lequel avait chuté quelques semaines plus tard à 40 euros. Une seconde acquisition avait été réalisée au cours de 45 euros et le tout avait peu après été revendu, cristallisant une perte importante.

La responsabilité de la banque avait été recherchée notamment sur le fondement d'un défaut de mise en garde.

La Cour de cassation, sans se prononcer sur la définition positive de la notion d'« opération spéculative », précise que la seule variation des marchés financiers ne constitue pas un critère opérant pour qualifier le caractère spéculatif du produit. Il s'agit d'une position pertinente sans quoi toutes opérations sur les marchés financiers seraient spéculatives. En revanche, les raisons qui ont conduit à considérer que les actions en cause ne constituaient pas des produits spéculatifs sont plus obscures. La question de savoir si seul leur mode d'acquisition au comptant

1. Com. 5 novembre 1991, Bull. 1991, IV, n° 327, pourvoi n° 89-18.005.

ou si d'autres considérations ont conduit à cette conclusion (par exemple le fait qu'elles soient négociées sur un marché réglementé) reste entière.

Il convient de rappeler que les faits s'étaient déroulés sous l'empire des textes antérieurs aux dispositions françaises transposant la directive MIF du 21 avril 2004. La solution n'aurait sans doute pas été différente en application des textes actuels. Dans le cas d'un service d'exécution d'ordre à l'initiative du client, la banque aurait

eu le droit d'écarter l'évaluation de la connaissance et de l'expérience du client (et l'alerte qui s'en suit éventuellement) en présence de produit non complexe<sup>2</sup>. Ce qui était le cas en l'occurrence. ■

2. Article L. 533-13 du Code Monétaire et financier.

## ■ RÉGLEMENTATION ET DOCTRINE

### Consultation de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) – Notion de produits complexes au sens de l'article 25(4) de la directive MIF2.

Commentaire de Frida Mekoui

Dans le contexte de l'adoption des mesures d'application de la directive MIF2<sup>1</sup>, l'AEMF a lancé, le 24 mars dernier, une consultation relative à la définition des titres de créance et des dépôts structurés complexes pour les besoins de l'«*exécution simple*». En effet, rappelons que la directive MIF actuelle et, demain, la directive MIF2 permettent aux prestataires de services d'investissement de ne pas évaluer la connaissance et l'expérience du client (test du caractère approprié) lorsqu'ils se contentent d'exécuter ou de réceptionner et transmettre un ordre de leurs clients quand certaines conditions sont remplies. Parmi ces conditions, l'instrument financier sur lequel porte l'ordre doit être non complexe. À cet égard, la directive MIF2 modifie quelque peu la liste des instruments financiers considérés comme non complexes. S'agissant des titres de créance, seuls sont considérés comme non complexes les instruments admis à la négociation sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation n'incorporant pas un dérivé ou une structure rendant le risque encouru difficilement compréhensible pour le client. Si les titres de créance incorporant un dérivé sont déjà considérés comme complexes sous l'empire de la directive MIF, la condition liée à la compréhension du risque est nouvelle. Par ailleurs, s'agissant des dépôts structurés<sup>2</sup> nouvellement appréhendés par les règles de protection des investisseurs, ceux-ci sont considérés comme complexes lorsqu'ils présentent une structure rendant difficile la compréhension (i) du risque encouru concernant le rendement ou (ii) du coût de sortie avant l'échéance. Ce type de produit devra systématiquement donner lieu au test du caractère approprié.

Les projets d'orientations de l'AEMF soumis à consultation jusqu'au 15 juin prochain ont pour objet de préciser ces notions.

La définition des titres de créances incorporant un dérivé reprend largement celle développée par le comité européen des valeurs mobilières, en 2009, dans son document questions-réponses sur la notion de produit complexe<sup>3</sup>. Le dérivé incorporé est défini comme «*une composante du contrat/instrument d'accueil, qui du fait de sa présence, peut modifier tout ou partie des flux de trésorerie qu'exigerait autrement la valeur mobilière, en fonction de variable déterminée*». On peut se demander si une reprise de la définition des produits packagés prévue dans le règlement PRIIPs<sup>4</sup> n'aurait pas été plus simple<sup>5</sup>.

La liste non exhaustive des titres de créance incorporant un dérivé ne comporte pas vraiment de surprise et ne devrait pas changer grand-chose aux pratiques actuelles. Les obligations convertibles ou échangeables, les obligations indexées (sous format EMTN par exemple), les warrants, les obligations «*contingentes*» (les fameux Cocos), les obligations avec options d'achat ou de vente ainsi que les instruments de transfert de risque de crédit (*credit-linked notes*) étaient, pour la plupart, déjà expressément visés par le CESR dans le document précité.

L'AEMF poursuit en définissant les titres intégrant une structure rendant le risque difficilement compréhensible. Il s'agirait d'une structure et d'un risque lié qu'un client moyen ne comprendrait pas facilement. Tel serait le cas lorsque les caractéristiques du titre de créance diffèrent substantiellement d'une obligation ordinaire. Certains des exemples donnés étaient eux aussi déjà considérés comme complexes par le CESR. C'est le cas, par exemple, des *asset backed securities*. D'autres entrent déjà dans la catégorie des produits complexes en raison de leur composante «*dérivée*». C'est le cas des produits packagés au sens du règlement PRIIPs précité. D'ailleurs, l'AEMF l'indique expressément les titres incorporant un dérivé sont également considérés comme ayant une structure rendant le risque difficilement compréhensible. Même si l'enjeu est, en l'occurrence, assez limitée, la portée de cette précision

1. Directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

2. Définis à l'article 4.1 (43), directive 2014/65/UE.

3. CESR, *MiFID complex and non complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements*, 3 novembre 2009.

4. Règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance.

5. Article 4.1 du règlement PRIIPs: «*un investissement, y compris les instruments émis par les véhicules de titrisation définis à l'article 13, point 26), de la directive 2009/138/CE et les structures de titrisation ad hoc définies à l'article 4, paragraphe 1, point an), de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil, quelle que soit sa forme juridique, pour lequel le montant remboursable à l'investisseur de détail est soumis à des fluctuations parce qu'il dépend de valeurs de référence ou des performances d'un ou de plusieurs actifs que l'investisseur de détail n'achète pas directement*».