

LA COMMERCIALISATION DE PRODUITS FINANCIERS EN FRANCE



HERVÉ EKUÉ
Avocat à la cour
Associé
Allen & Overy LLP



DELPHINE MARCHAND-SAURI
Avocat à la cour
Allen & Overy LLP

La commercialisation des produits financiers ne fait pas partie du champ harmonisé par les directives européennes et ne fait pas l'objet de projets de texte spécifiques de la Commission européenne. La multiplication des travaux de place, des nouveaux textes de loi et la position de la jurisprudence en France conduisent néanmoins à faire un état des lieux des réglementations actuelles et attendues, marquées par un rapprochement des activités de la banque et de l'assurance, afin de mesurer leurs conséquences éventuelles tant sur l'activité des prestataires français que sur la protection des investisseurs.

La crise financière et boursière de ces derniers mois a conduit les pouvoirs publics, établissements financiers et investisseurs à s'intéresser davantage aux règles et méthodes de commercialisation des produits financiers en France. La publication par l'Autorité des marchés financiers (l'AMF) le 31 juillet 2009 de la version actualisée de son guide de bonnes pratiques pour la rédaction des documents commerciaux et la commercialisation des instruments financiers et de son guide de bonnes pratiques pour la commercialisation des emprunts obligataires auprès des clients non professionnels le 13 octobre 2009, en sont des illustrations.

Si la commercialisation de produits financiers sous la forme d'instruments financiers, de produits d'assurances ou de produits bancaires n'est pas un sujet nouveau, la mise en œuvre de leur commercialisation ne possède toujours pas de corpus juridique propre. Il n'existe en effet pas de champ d'application *rationae materiae* précisément défini, et les règles qui trouvent à s'appliquer sont souvent uniquement nationales, ce qui peut placer les établissements financiers français dans une situation concurrentielle défavorable, à l'heure de la convergence

des produits bancaire et d'assurance et du développement des offres pan-européennes. Il n'existe pas non plus de définition exhaustive des « produits » qui entrent dans le champ de la commercialisation.

Rappelons que si tous les instruments financiers ont vocation à être commercialisés, seule la commercialisation des titres financiers¹ pourra être soumise à une exigence de documentation particulière (l'établissement et la validation du prospectus par l'autorité compétente) lors de leur offre au public en application de la directive² Prospectus³.

Si avec la suppression des nombreuses contraintes nationales de publication⁴, le prospectus apparaît aujourd'hui comme étant le principal vecteur d'information des investisseurs tentés par l'acquisition de titres financiers, son champ d'application ne couvrant que les titres financiers, la commercialisation de produits financiers ne se révèle être qu'indirectement encadrée. L'essentiel des règles est issu des pratiques de place, signe de la montée en puissance de l'autorégulation ces dernières années.

LA COMMERCIALISATION D'INSTRUMENTS FINANCIERS N'EST QU'INDIRECTEMENT ENCADRÉE...

Certaines règles d'origine communautaire ou nationale, plus ou moins impératives, imposées principalement dans un objectif de protection de l'investisseur, encadrent indirectement la commercialisation de produits financiers⁵.

1. La nouvelle définition des instruments financiers posée à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier par l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 sur les instruments financiers distingue les titres financiers des contrats financiers.
2. Directive n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation.
3. Notons par ailleurs que le droit français a été mis en complète conformité avec le droit européen de la directive Prospectus très récemment avec l'entrée en vigueur le 1^{er} avril 2009 de l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 ayant notamment supprimé le statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne pour revenir à la dichotomie européenne entre offre au public d'une part et admission aux négociations sur un marché réglementé d'autre part.
4. Décret n° 2008-258 du 13 mars 2008 relatif à la publication de l'information financière réglementée.
5. Voir Th. Granier, « L'évolution du cadre général de la commercialisation des produits financiers », *Droit & Patrimoine* n° 172, p. 28.

L'encadrement communautaire : la protection de l'investisseur

Dans le cadre du Plan d'action pour les services financiers⁶, deux directives sont venues indirectement poser des règles en matière de commercialisation d'instruments financiers. Dans le cadre de cet article, nous ne traiterons pas de la réglementation applicable à la commercialisation de fonds, qu'ils soient ouverts ou fermés et nous nous focaliserons sur les titres de dette et de capital commercialisés directement ou via des contrats d'assurance vie en unités de compte⁷.

Les principes issus de la directive concernant les marchés d'instruments financiers⁸ (la directive MIF)

Outre son objectif d'accentuation de la concurrence entre les lieux de négociation, la directive MIF s'est aussi attachée à renforcer la protection des investisseurs. Dans cette optique, la clientèle est désormais segmentée pour recevoir une information adaptée, les prestataires de services d'investissement (les PSI) devant respecter un corpus réglementaire renforcé promouvant des règles de conduite et des impératifs d'information en matière de gestion du risque.

La segmentation de la clientèle

Avec la segmentation de la clientèle en deux grandes catégories répartissant les investisseurs entre clients professionnels⁹ et clients de détail, les informations fournies à l'investisseur potentiel sont désormais plus ciblées et adaptées à son degré de connaissance et d'expérience¹⁰. Cependant, dans le cadre de la commercialisation d'instruments financiers, si la directive MIF régit la relation clientèle, elle n'est pas la seule directive à trouver à s'appliquer. En effet, dès lors que la commercialisation se concrétise par une offre de titres financiers proposée au public, la directive Prospectus s'applique avec ses obligations d'information propres. En outre, si la commercialisation est réalisée « à distance », la directive 2002/65/CE¹¹ (la directive Commercialisation à distance) aura elle aussi vocation à s'appliquer¹². Le consommateur côtoie alors le client non professionnel, et l'investisseur qualifié le client professionnel, sans que ces notions se recoupent, chaque directive couvrant alors imparfaitement le

champ d'application de la commercialisation d'instruments financiers. C'est la raison pour laquelle, un rapprochement est actuellement envisagé entre les notions utilisées par les directives Prospectus et MIF pour fusionner les catégories clients professionnels et investisseurs qualifiés, l'enjeu étant la simplification et une certaine uniformisation du cadre réglementaire applicable.

Les règles de bonne conduite

Chronologiquement, la première des règles de bonne conduite que le PSI doit respecter vis-à-vis d'un investisseur potentiel est la délivrance d'informations précontractuelles¹³. Dès cette étape, le prospect doit recevoir une multitude d'informations portant notamment sur le statut du PSI, les modes de communication à utiliser dans la poursuite de la relation contractuelle¹⁴, l'éventuelle intervention d'autres prestataires ou d'agents liés, les politiques applicables en matière de gestion des conflits d'intérêts¹⁵, de meilleure exécution¹⁶, les modalités de conservation des titres et les dispositifs de garantie des dépôts¹⁷, les informations relatives à la détention d'instruments financiers¹⁸. Ces règles de bonne conduite impliquent que soit donnée à l'investisseur potentiel une information au contenu exact, clair et non trompeur, à savoir une information équilibrée mettant en exergue tant les avantages que les risques, qui soit une information compréhensible¹⁹, même si cette exigence d'une information compréhensible peut apparaître encore à ce jour assez paradoxale à la lecture d'un prospectus simplifié ou d'un résumé de prospectus dont la lisibilité demeure toute relative.

La gestion du risque

La notion de risque est aujourd'hui centrale dans le cadre d'une commercialisation d'instruments financiers. Conjuguant les impacts de la crise boursière et de la crise de liquidité de ces derniers mois, toute l'attention des régulateurs se focalise sur l'information donnée sur les risques²⁰. Cette information, adaptée au profil de la clientèle visée, doit préciser notamment l'existence d'un effet de levier, la volatilité du prix d'un instrument financier, les dettes éventuelles de l'émetteur, les exigences de dépôt de couverture. D'un point de vue national, et en parfaite conformité avec la directive MIF, le risque est géré en France par une évaluation de la compétence des clients via deux tests²¹ applicables selon que le service rendu est un service de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement, ou un des autres services d'investissement²². Évaluer la compé-

6. Mis en œuvre entre 1999 et 2004.

7. À noter néanmoins les préconisations de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (AFCEI) en matière de commercialisation d'OPCVM diffusées en novembre 2009.

8. Directive n° 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers.

9. À noter que pour la fourniture de services d'investissement tels que la réception transmission d'ordres, l'exécution d'ordres pour compte de tiers et la négociation pour compte propre, les clients peuvent être qualifiés de contreparties éligibles en application des articles L. 533-20 et D. 533-13 du Code monétaire et financier.

10. Il est à noter que les catégories de clients posées par la directive MIF sont « poreuses », le passage d'un bout à l'autre du spectre des catégories étant juridiquement possible, non seulement de manière générale, mais également service par service, voire même instrument financier par instrument financier, ce qui assure en principe une adaptation continue de l'information délivrée.

11. Directive 2002/65/CE du 23 septembre 2002 concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs.

12. Voir F. Coupez et Th. Verbiest, « Commercialisation à distance des services financiers : bilan d'un nouveau cadre juridique », *Recueil Dalloz* 2006 n° 44, p. 3057 et suiv.

13. Article 314-32 du Règlement général de l'AMF.

14. Articles 314-27 et 314-28 du Règlement général de l'AMF notamment pour l'utilisation du site internet du PSI comme moyen de communication.

15. Articles L. 533-10 du Code monétaire et financier et 313-20 du Règlement général de l'AMF.

16. Article L. 533-18 III du Code monétaire et financier.

17. Article L. 533-23 du Code monétaire et financier.

18. Article 314-39 du Règlement général de l'AMF.

19. Articles L. 533-11 et L. 533-12 du Code monétaire et financier et 314-10 à 314-17 du Règlement général de l'AMF.

20. Articles 314-34 à 314-36 du Règlement général de l'AMF.

21. Articles L. 533-13 I et II du Code monétaire et financier.

22. Article D. 321-1 du Code monétaire et financier.

tence de l'investisseur, c'est permettre au PSI de prendre en compte les connaissances et l'expérience de l'investisseur en matière financière, ainsi que sa situation financière, pour adapter au mieux l'offre à la demande. Sanctionnée par une obligation de mise en garde²³, la réalisation du test d'évaluation matérialise l'existence d'un risque éventuel, dont l'importance, la gestion et l'assimilation sont propres à chaque investisseur.

L'harmonisation de l'information concrétisée par la directive Prospectus

Le règlement européen²⁴ d'application de la directive Prospectus a imposé une harmonisation des contenus des prospectus et prévoit l'obligation de décrire dans le prospectus les risques liés aux titres offerts. Ainsi la rubrique intitulée « Facteurs de risques » doit-elle permettre de cibler les éléments les plus risqués de l'offre et indirectement une comparaison avec d'autres offres. Par ailleurs, en imposant aux émetteurs de titres financiers de faire figurer un résumé dans leur prospectus, la directive Prospectus a souhaité permettre aux investisseurs potentiels d'avoir une information concise, mais néanmoins précise et intelligible. Il s'avère cependant que des contraintes de forme (notamment une limite du nombre de mots) ont parfois fait du résumé un document difficile à appréhender. C'est fort de ce constat et dans une perspective d'amélioration de la qualité de l'information que l'utilisation du KID (*Key information document*) actuellement en cours de finalisation au sein du Comité européen des valeurs mobilières (le CESR) dans le cadre de la révision de la directive OPCVM²⁵ pourrait être élargie à l'ensemble des instruments financiers, voire même encore plus largement comme semble l'annoncer le futur livre blanc de la Commission européenne sur les produits substituables qui couvre notamment les produits d'assurance vie en unités de compte²⁶. Ainsi, toute personne souhaitant investir dans un produit financier bénéficierait, dès sa commercialisation, d'un document « d'informations clés », séparé du prospectus, et faisant office de résumé, réunissant de manière claire et synthétique, les caractéristiques essentielles du produit, les risques et les frais qui lui sont attachés²⁷.

L'encadrement national : des règles éparses plus ou moins impératives

Outre les règles européennes transposées au niveau national, il existe également des dispositions d'encadrement strictement françaises.

Le démarchage bancaire et financier

La loi de sécurité financière²⁸ a profondément renouvelé le cadre juridique du démarchage bancaire et financier²⁹ (le démarchage), assujettissant les établissements français et les établissements européens habilités à intervenir en France³⁰ aux règles du démarchage³¹. Elle pose des critères liés à la personne démarchée, au lieu du démarchage ou à la nature des opérations proposées, qui génèrent un encadrement complémentaire de celui de la directive MIF. Notons cependant que l'existence de la directive Commercialisation à distance rend discutable la possibilité d'opposer toutes les règles françaises du démarchage aux PSI européens qui peuvent en effet conclure des contrats à distance avec des investisseurs français portant sur des instruments financiers interdits de démarchage en France, dès lors qu'ils respectent le principe européen d'information sur des produits dits risqués³². Au travers du démarchage, c'est une fois de plus, la protection de l'investisseur, client non professionnel ou consommateur, qui est clairement visée.

Les prérogatives de l'AMF

L'AMF peut non seulement s'appuyer sur les dispositions de son Règlement général pour sanctionner les prestataires qui ne se conformeraient pas à la réglementation applicable en matière de communication promotionnelle, mais elle a aussi, dans le cadre de son objectif de meilleure régulation entamée en 2006, publié en mai 2008 un guide de bonnes pratiques pour la rédaction de documents commerciaux dont la dernière actualisation est datée du 30 juillet 2009 (le guide).

Les communications à caractère promotionnel

Si l'AMF ne peut plus exercer son contrôle sur le prospectus en cas d'offre au public de titres financiers dès lors qu'elle n'en est pas l'autorité compétente, elle n'est néanmoins pas dépourvue de tout moyen d'action. Bénéficiaire d'un pouvoir de contrôle des communications promotionnelles³³, elle peut, par ce biais, influencer sur les conditions dans lesquelles le placement va pouvoir être réalisé. Cependant, les documents à caractère promotionnel relatifs à des produits d'assurance vie sont en dehors de son champ de compétence et relèvent de la compétence de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (Acam). Le contrôle d'un document promotionnel relatif à l'offre directe d'un instrument financier sera donc différent du contrôle opéré sur un document similaire relatif à l'offre d'un produit d'assurance vie qui a pour unique référence le même instrument financier. Cette situation quelque peu paradoxale sera peut-être corrigée si le législateur,

23. Voir même d'abstention en cas de résultat non concluant du test préalable à la délivrance d'un conseil en investissement ou d'un service de gestion de portefeuille.

24. Règlement CE n° 809/2004 du 29 avril 2004.

25. Directive n° 85/611/CEE du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières, abrogée par la publication le 17 novembre 2009 au JOUE de la directive n° 2009/65/CE du 13 juillet 2009.

26. Communication de la Commission européenne du 30 avril 2009, « Packaged Retail Investment Products », COM(2009) 204 final et discussions au cours du séminaire organisé par la Commission européenne sur les produits d'investissement de détail le 22 octobre 2009.

27. Voir les documents de consultation mis en ligne par le Comité européen des valeurs mobilières (CEVM ou CESR) en juillet et août 2009 (CESR/09-552 et CESR/09-716).

28. Loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière.

29. Articles L. 341-1 et suivants du Code monétaire et financier.

30. Les établissements étrangers non originaires de l'Union européenne sont exclus de la possibilité d'exercer une activité de démarchage sur le sol français sauf à être titulaires d'une autorisation à exercer sur le territoire français délivrée par les autorités françaises.

31. Voir Ph. Arestan, « Démarchage bancaire et financier & Conseillers en investissements financiers », Revue Banque Édition, 3^e éd. mai 2008.

32. Ainsi, l'interdiction de démarchage pour certains produits financiers en France ne va-t-elle pas au-delà de ce qui est nécessaire pour atteindre l'objectif d'intérêt général poursuivi dès lors que l'information adéquate a été fournie à l'investisseur ?

33. Article 212-28 du Règlement général de l'AMF.

qui souhaite consolider le contrôle de la commercialisation de produits financiers³⁴, décide de doter de pouvoirs particuliers d'encadrement de la relation producteur-distributeur-investisseur la structure de coordination à venir entre l'Autorité de contrôle prudentiel³⁵ et l'AMF.

Le guide des bonnes pratiques pour la rédaction de documents commerciaux

Ce guide a pour objectif de porter à la connaissance des sociétés de gestion et des distributeurs des pratiques pouvant participer ou, au contraire, nuire à la qualité de l'information. Il illustre la réglementation par des exemples concrets afin d'en faciliter l'application. Dans cette optique, sont évoqués : l'information des clients, la communication sur les performances avec un encadrement des performances passées et futures, et l'équilibre de l'information communiquée d'une part via la publicité et d'autre part dans le prospectus. Dépourvu de force juridique contraignante, le guide illustre néanmoins la volonté de l'AMF d'encadrer les conditions de commercialisation des instruments financiers.

...SAUF PAR DES PRATIQUES DE PLACE QUI REGROUPENT LES PRODUITS FINANCIERS

Si la commercialisation peut faire appel au démarchage, à la commercialisation à distance, au placement, elle ne se résume pas à un de ces concepts et ne se « glisse » pas non plus automatiquement dans l'enveloppe juridique de l'un ou l'autre. Dépourvue de cadre juridique propre, la commercialisation a néanmoins fait l'objet de travaux de place dont les apports se retrouvent disséminés dans différents textes sans qu'en aient été encore tirées toutes les conclusions, et notamment la nécessité d'une définition de l'acte de commercialisation.

L'influence des travaux de place

Pièce majeure dans l'évolution des règles et de la jurisprudence, le « Rapport relatif à la commercialisation de produits financiers » présenté par Jacques Delmas-Marsalet en novembre 2005 (le rapport Delmas-Marsalet) a été très commenté lors de sa publication, parfois décrié, et pourtant, même non transposé en tant que tel dans un texte juridiquement contraignant, il reste aujourd'hui encore un élément de référence et un point de repère pour les banques... et les tribunaux.

Avec la publication le 3 novembre 2009 du « Rapport de la mission de conseil sur le contrôle du respect des obligations professionnelles à l'égard de la clientèle dans le secteur financier » établi par Bruno Deletré (le rapport

Deletré), une nouvelle voie devrait s'ouvrir concernant la commercialisation de produits financiers avec la création, en sus du cadre législatif et réglementaire existant, d'une nouvelle obligation mise à la charge des acteurs financiers, de définir et mettre en œuvre, sous le contrôle des superviseurs, les mécanismes internes garantissant un traitement loyal de la clientèle. L'avenir nous indiquera comment ce rapport s'intégrera dans l'arsenal juridique français.

Le rapport Delmas-Marsalet

L'évolution de l'offre des produits (via la désintermédiation bancaire ou le développement des contrats d'assurance-vie en unités de compte) s'est progressivement traduite par un transfert de risque et de responsabilité paradoxalement de leurs émetteurs aux investisseurs. La force du rapport Delmas-Marsalet a été de braver les frontières jugées jusqu'alors hermétiques entre les instruments financiers et les produits d'assurance pour proposer un cadre juridique *ad hoc* pour la commercialisation. Ainsi il a été choisi de délimiter la notion de commercialisation en précisant qu'elle implique « une démarche active de vente d'un ou plusieurs produits de la part de distributeurs, que ce soit par voie de démarchage ou de conseils donnés dans une agence bancaire, chez un intermédiaire d'assurance, chez un conseiller en investissements financiers, voire sur un site Internet ». Peu conforme à l'orthodoxie formelle qu'affectionne les tribunaux, cette définition pose le principe d'une convergence des activités des secteurs bancaire et assurantiel. La bancassurance et l'assurbanque sont visées, mais les « produits » financiers ne sont toujours pas définis.

Pour autant une trame de cadre juridique a été proposée et le rapport Delmas-Marsalet souligne que toutes les exigences devront être appliquées de manière égale à tous les produits d'épargne (qu'il s'agisse de titres placés en direct, d'OPCVM, de parts ou actions de sociétés immobilières ou de contrats d'assurance-vie), à tous les acteurs (réseaux salariés comme distributeurs indépendants) et à tous les canaux de distribution (en face à face ou à distance) afin de prévenir ou de corriger des distorsions de concurrence. Pivot du rapport Delmas-Marsalet, la liste des informations clés recense six éléments indispensables :

- la nature du produit ;
- l'existence d'une garantie inconditionnelle ;
- la durée minimale de placement recommandée ;
- l'évaluation prospective des chances de gains et de risques ;
- les frais globaux ;
- le profil type de l'investisseur.

Par souci d'efficacité, le rapport Delmas-Marsalet a alors proposé une clarification des responsabilités producteur-distributeur(s) – la conception du produit étant de la responsabilité du premier tandis que la transmission de l'information et la fourniture de conseils relevant des seconds – et une transparence et un encadrement accrus de la publicité. Le producteur est défini comme étant la personne responsable de la publication du prospectus³⁶.

34. Malgré le non-aboutissement des mesures insérées dans le projet de loi pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié du 21 juin 2006 (n° 3175) ou dans le projet de loi en faveur des consommateurs du 8 novembre 2006 (n° 3430).

35. Qui sera issue de la fusion de l'Acam, la Commission bancaire, le Comité des entreprises d'assurance et le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Une consultation publique sur cette fusion et la création de cette nouvelle autorité a été organisée par le Haut comité de place et s'est terminée le 30 octobre 2009. À ce stade, nous n'avons pas connaissance d'indications précises sur la structuration du Pôle commun qui serait créé entre l'AMF et la nouvelle autorité pour assurer la coordination du contrôle de la commercialisation.

36. Article 212-26 du Règlement général de l'AMF qui vise « l'émetteur ou la personne qui sollicite l'admission aux négociations sur un marché réglementé ».

Les influences concrètes du rapport Delmas-Marsalet

Dans la loi

Prise dans le cadre de la loi de modernisation de l'économie³⁷, l'ordonnance n° 2008-1271 du 5 décembre 2008 (l'ordonnance de 2008) a pour objectif de renforcer la protection des investisseurs, des épargnants et des assurés lors de la commercialisation de produits financiers en organisant la mise en place de codes de conduite et de conventions régissant les rapports producteur-distributeur(s) concernant aussi bien la commercialisation de contrats d'assurance vie, de produits d'épargne, d'instruments financiers, de contrats d'assurance individuels comportant des valeurs de rachat, de contrats de capitalisation ou de contrats d'assurance. L'ordonnance de 2008 impose ainsi la conclusion de conventions entre producteurs et distributeurs en matière d'information et de communication promotionnelle. C'est néanmoins un champ d'application strictement délimité s'appliquant uniquement à la documentation publicitaire des produits financiers. Le renforcement de la responsabilité des producteurs et distributeurs à compter du 1^{er} janvier 2010 concrétise son apport essentiel. Que la souscription de produits financiers soit directe ou indirecte (via des contrats d'assurance vie), l'ensemble des communications à caractère promotionnel doit être soumis au producteur, pour qu'il s'assure de la conformité de celles-ci par rapport au prospectus et à la nature du produit, et de la bonne compréhension de l'économie du produit par le distributeur.

Par ailleurs, désormais, tout distributeur de produits financiers ou d'assurance devra se conformer à un code de bonne conduite³⁸ dont la force obligatoire résultera de son homologation éventuelle par le ministre chargé de l'Économie³⁹. S'agissant du contenu des codes, l'ordonnance de 2008 ne donne pas de détails et les seules informations concrètes ressortent du rapport au président de la République avec notamment l'obligation de mettre en place des moyens pour répondre aux nouvelles règles, et de prévoir une formation des agents.

Par ailleurs, il peut être intéressant, concernant l'élaboration de ces codes, de se référer à la recommandation du Comité consultatif du secteur financier (le CCSF)⁴⁰ qui a rappelé que la publicité n'a pas vocation à se substituer à l'information de l'épargnant, et a prévu un certain nombre de mesures en vue d'assurer une meilleure protection des épargnants, assurés et investisseurs, telles que l'insertion de manière très lisible de la mention « publicité », l'identification claire de l'annonceur, de la nature du produit financier, une rédaction exacte, lisible

et compréhensible, une présentation apparente des avantages et des risques éventuels du produit financier, le respect de contraintes de présentation des taux, l'existence ou non d'une garantie de capital et la mention des types de frais que supporte le produit. Toutefois, ni le rapport au président de la République ni la recommandation du CCSF ne prévoyant de dispositions contraignantes pour l'élaboration de ces codes, les organisations représentatives des professionnels du secteur financier ou du secteur des assurances auront une certaine liberté dans l'élaboration de leur contenu.

Considérée comme le prolongement logique de l'ordonnance de 2008, l'ordonnance n° 2009-106 du 30 janvier 2009 (l'ordonnance de 2009) s'adresse plus spécifiquement à la commercialisation des produits d'assurance vie et aux opérations de prévoyance collective et d'assurance et apporte des précisions supplémentaires qui entreront en vigueur à compter du 1^{er} juillet 2010. L'objectif de l'ordonnance de 2009 est d'assurer une convergence des règles de protection des investisseurs avec les règles issues de la transposition de la directive MIF, en matière d'information, notamment publicitaire, et dans la mise en œuvre du devoir de conseil applicable aux entreprises d'assurance pour certains types de contrats d'assurance vie. Signalons toutefois une différence capitale : alors qu'en matière de conseil en investissement, le PSI doit refuser de délivrer le conseil s'il n'obtient pas de la part de l'investisseur les informations sur ses connaissances et son expérience en matière financière, l'entreprise d'assurance, quant à elle, a la possibilité de poursuivre la relation même en l'absence d'obtention de toutes les informations requises, étant seulement tenue d'un devoir de mise en garde. Ainsi, si les informations et les obligations requises seront similaires pour tout distributeur de produits financiers, les responsabilités liées à la délivrance d'un conseil en investissement demeureront significativement différentes.

Dans la jurisprudence

Anticipant toute inscription dans la loi des principes prônés par le rapport Delmas-Marsalet, y compris l'exigence de cohérence entre la documentation promotionnelle et le prospectus, la chambre commerciale de la Cour de cassation a choisi dès 2006 de sanctionner toute délivrance d'une information fautive, inexacte voire même simplement incomplète qui figurerait dans la documentation commerciale. C'est l'arrêt *Bénéfic* du 19 septembre 2006⁴¹ qui a posé le principe de l'analyse de l'ensemble de l'information fournie à l'investisseur pour en vérifier la cohérence. Parfois considéré comme un revirement de jurisprudence, l'arrêt *Caisse d'Épargne* du 24 juin 2008⁴² ne fait en réalité que sanctionner une distorsion d'informations entre la publicité et le prospectus, distorsion inexistante dans le cas *Bénéfic*, où le risque avait été considéré comme pris en connaissance

37. Article 152 de la loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie.

38. Article L. 611-3-1 nouveau du Code monétaire et financier, Article L. 310-9 nouveau du Code des assurances.

39. Le ministre de l'Économie, après avoir obtenu l'avis du comité consultatif de la législation et de la réglementation financière, peut délivrer son homologation. À titre d'exemple, c'est l'Association française des établissements de crédit et entreprises d'investissement qui est chargée de l'élaboration de ces codes de conduite applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement.

40. Recommandation du Comité consultatif du secteur financier du 3 juin 2008 relative à la publicité des produits financiers.

41. Cass. Com., 19 septembre 2006, 05-14-344, *Etab La Poste c/ Jean-Michel X.*

42. Cass. com., 24 juin 2008, 06-21-798, *Andrée X. c/ Caisse d'épargne et de prévoyance Ile de France.*

de cause par les investisseurs⁴³. La chambre commerciale de la Cour de cassation a d'ailleurs récemment confirmé la solution rendue en 2006 dans un arrêt du 23 juin 2009⁴⁴.

Les propositions du rapport Deletré

En comparaison avec le rapport Delmas-Marsalet qui ne visait que les seuls produits financiers, le rapport Deletré étend l'approche « commercialisation » à l'ensemble des produits et services financiers, bancaires ou d'assurance, partant du principe qu'une conduite des affaires défaillante par certains acteurs peut avoir un impact systémique, et à la « conduite des affaires », concept qui se veut plus large et se distingue de la commercialisation notamment concernant le respect des règles d'exécution des transactions sur les marchés financiers dans le meilleur intérêt du client ou la prévention des conflits d'intérêts au sein des établissements financiers pour les PSI.

Par ailleurs, le rapport Deletré, prenant acte des divergences existant entre les régimes applicables en matière de réglementation et de contrôle des produits financiers entre les différents secteurs d'activité (banque, assurance, instruments financiers) préconise :

- l'adoption d'un principe législatif général d'application transversale, soumis au contrôle des autorités de supervision et décliné dans des « recommandations concertées » pour améliorer la protection de l'investisseur et prendre en compte l'extrême diversité des situations potentiellement problématiques, de leur caractère évolutif dans le temps et de la nécessité d'adapter les réponses à apporter aux spécificités de chaque entreprise concernée ;
- l'homogénéisation des pouvoirs de mise en garde, d'injonction et de sanction des autorités compétentes.

Nous relevons néanmoins que si pour conserver au dispositif sa souplesse et son adaptabilité et assurer une adhésion forte des différentes parties le rapport Deletré préconise que les « recommandations concertées » soient arrêtées d'un commun accord entre professionnels et représentants de la clientèle, il prévoit également qu'en l'absence d'accord entre les parties, il appartiendrait au superviseur d'intervenir de façon unilatérale, ce qui pourrait générer une différenciation d'approches selon les secteurs, en contradiction avec l'objectif initialement fixé.

Les propositions du rapport Deletré, dont les quatre premières sont majeures, font l'objet d'une consultation publique jusqu'au 31 décembre 2009. Elles pourraient bien redessiner les contours de la commercialisation de produits financiers en France.

⁴³. Notons au passage le commentaire sur les conclusions de l'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris le 6 novembre 2008 (15^e Chambre, sect. B) dans le cadre de la chronique de droit financier et bousier, par Hubert de Vauplane, Jean-Jacques Daigre, Bertrand de Saint Mars & Jean-Pierre Bornet, *Banque & Droit* 2009, n° 125, p. 27 et suiv. Voir également dans cette même chronique, *Banque & Droit* n° 126, p. 2 et suiv. dans laquelle les auteurs comparent les conclusions des arrêts de la cour d'appel de Paris (15^e Chambre, sect. B) des 6 novembre 2008 et 22 janvier 2009.

⁴⁴. À noter le commentaire de Fabrice Bussière dans le cadre de la chronique Gestion collective, *Banque & Droit* 2009, n° 127, p. 38 et suiv.

Les questions en suspens

Si l'effort de réglementation de la commercialisation de produits financiers ne peut qu'être salué, l'observateur ne peut s'empêcher de constater des insuffisances. En effet, la définition exacte du champ d'application de la commercialisation et des obligations liées à l'offre de produits financiers n'a toujours pas été clairement établie et seul le champ de la documentation commerciale a été traité. En outre, même dans ce cadre, des incertitudes demeurent, comme dans l'hypothèse d'un refus de validation de la documentation commerciale par le producteur.

Certaines précisions devraient prochainement compléter le dispositif de la commercialisation de produits financiers avec plus spécifiquement d'une part l'énoncé des cas de dérogations à l'obligation d'établir une convention⁴⁵ et d'autre part les modalités d'établissement des conventions producteur-distributeur(s). Un projet de décret⁴⁶ prévoit notamment :

- à la charge du producteur
 - la mise à la disposition du distributeur⁴⁷ des documents d'information et de leur mise à jour ;
 - la transmission des informations nécessaires à l'appréciation de l'ensemble des caractéristiques financières de l'instrument financier ;
 - les délais de vérification de la conformité au prospectus de tout projet de document à caractère publicitaire ;
- à la charge du distributeur
 - la sollicitation du producteur aux fins d'établir une convention ;
 - la soumission au producteur du projet de document à caractère publicitaire ;
 - l'interdiction d'utiliser tout document à caractère publicitaire déclaré non-conforme ;
 - la prise en compte des observations faites par le producteur.

Néanmoins, en l'absence d'obligation, dans les conventions, de préciser la sanction de l'inexécution de leurs obligations par les parties, cette nouvelle réglementation pourra-t-elle avoir l'effet escompté ? Nous pensons qu'un encadrement de la globalité de la convention, et non de la seule documentation commerciale, serait opportun. À défaut, l'objectif de meilleure réglementation ne pourra pas être atteint, pouvant même devenir contreproductif, promouvant des règles incomplètes et dépourvues de sanctions spécifiques.

Ainsi, si au 1^{er} janvier 2010, la commercialisation acquiert un cadre juridique qui donne une base légale à la gestion des documents publicitaires, il n'en reste pas moins que pour tous les autres aspects de la commercialisation de produits financiers, ce sont les principes fondateurs de la responsabilité civile qui vont s'appliquer avec les incertitudes qu'une telle situation entraîne... ■

⁴⁵. Dont logiquement les contrats financiers puisque non soumis à une obligation de prospectus, ils n'entraînent pas dans le champ de l'ordonnance de 2008, ce qui rend la dérogation superflète.

⁴⁶. Voir les propositions de décret formalisées par le Haut Comité de place et mises en consultation publique jusqu'au 21 septembre 2009.

⁴⁷. Qu'il soit PSI ou intermédiaire d'assurance régi par l'article L. 511-1 du Code des assurances.