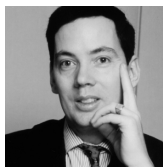


Chronique *financière* *et boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Directeur juridique
Calyon



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



**BERTRAND
DE SAINT MARS**
Délégué général adjoint
Association Française des
Entreprises
d'Investissement



JEAN-PIERRE BORNET
Directeur adjoint
Banque Fédérale
des Banques Populaires

Actualités jurisprudentielles

Obligation légale d'information et devoir de conseil du banquier – Assurance décès invalidité souscrite à l'occasion de la conclusion d'un emprunt

Cass, ass. pl., 2 mars 2007, Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, 3^e éd., Litec, 2001, n° 989 et s.

Le banquier qui propose à son client auquel il consent un prêt, d'adhérer au contrat d'assurance de groupe qu'il a souscrit à l'effet de garantir, en cas de survenance de divers risques, l'exécution de tout ou partie de ses engagements, est tenu de l'éclairer sur l'adéquation des risques couverts à sa situation personnelle d'emprunteur, sans que la remise d'une notice, par ailleurs requise, suffise à satisfaire cette obligation. Cette obligation de conseil propre à la commercialisation des contrats d'assurance, si elle se rapproche des obligations d'information et de mise en garde qui accompagnent la fourniture de services d'investissement, doit en être distinguée compte tenu de la nature différente des services ou produits commercialisés.

L'arrêt rendu par la Cour de cassation réunie en assemblée plénière le 2 mars 2007 présente un grand intérêt comme en témoigne la publication d'un communiqué de la Cour de cassation¹. Le nombre de commentaires publiés dans le mois qui a suivi cette décision achève d'en attester

l'importance². Les faits à l'origine de cette décision sont simples. Parallèlement à l'obtention de plusieurs emprunts, un agriculteur avait souscrit, aux guichets de son agence bancaire, une assurance dite de groupe, couvrant le risque d'invalidité. Cette assurance avait pour objet de rembourser le prêt que le client avait parallèlement contracté auprès de la banque s'il devenait invalide et en conséquence, dans l'impossibilité de poursuivre une activité professionnelle. Malheureusement, pour le client, ce cas se produisit. Dans l'obligation d'arrêter son activité, ce client agriculteur pensait être couvert par cette assurance qui aurait alors pris en charge les sommes encore dues à la banque. La compagnie d'assurances refuse sa garantie, celle-ci ne pouvait être mise en œuvre que dans le seul cas d'invalidité totale et définitive de l'agriculteur assuré, ce qui n'était pas, semble-t-il, la situation de l'intéressé. Après avoir tenté d'obtenir en justice le remboursement de ses dettes par la compagnie d'assurances, ceci sans effet car les termes du contrat étaient clairs, l'agriculteur met en jeu la responsabilité de la banque pour manquement à son obligation de renseignement et de conseil. La chambre commerciale de la Cour de cassation, le 26 mai 2004, fait droit à la requête de l'agriculteur mais la cour de Limoges, cour de renvoi, refuse de suivre la décision de la Cour de cassation au motif que la banque avait satisfait à son obligation d'information en remettant à son client agriculteur une notice définissant de façon claire et précise les risques garantis. Il revenait alors à l'assemblée plénière de la Cour de cassation de préciser les obligations

1. Communiqué relatif à l'arrêt rendu le 2 mars 2007 par l'assemblée plénière.

2. "Obligation du banquier prêteur d'éclairer son client adhérent à une assurance de groupe", JCP éd E, p. 10, n° 1375, Note D. Legeais; "Assu-

rance de groupe, obligation légale d'information et devoir de conseil du banquier", D 2007. 985, n° 14, p. 985, note S. Piedelièvre; "Assurance de groupe: même explicite, la notice ne suffit plus!", D 2007.863, note V. Avena-Robardet.

du banquier distributeur de contrats d'assurance invalidité concomitamment à la fourniture de concours bancaires.

Compte tenu des enjeux, la distribution de contrats d'assurance étant devenu une activité importante des banques, le dispositif de l'arrêt rendu le 2 mars 2007 par la Cour était particulièrement attendu par les professionnels de la banque et de l'assurance. Celui-ci est clair : *"Attendu que le banquier, qui propose à son client auquel il consent un prêt, d'adhérer au contrat d'assurance de groupe qu'il a souscrit à l'effet de garantir, en cas de survenance de divers risques, l'exécution de tout ou partie de ses engagements est tenu de l'éclairer sur l'adéquation des risques couverts à sa situation personnelle d'emprunteur, la remise de la notice ne suffisant pas à satisfaire à cette obligation"*.

Afin de ne pas s'échapper du cadre de cette chronique, cette décision ne sera pas commentée sous l'angle de l'évolution de l'obligation de conseil liée à la souscription des assurances décès-invalidité qui accompagnent la distribution des concours bancaires, évolution objet d'autres commentaires ou études auxquelles nous renvoyons le lecteur. L'on sait en effet qu'à plusieurs reprises ces dernières années, la Cour de cassation a progressivement précisé le contenu de cette obligation que cet arrêt reprend et semble-t-il étend³. Toutefois, la portée de cet arrêt au regard des obligations d'information et de mise en garde à la charge des établissements bancaires dans leur activité doit être évoquée.

L'obligation d'information, de renseignement, de mise en garde, voire encore de conseil, devient la pierre angulaire des relations entretenues par les professionnels avec leurs clientèles. Cette notion déjà présente dans la réglementation actuelle est renforcée par la directive Marchés d'instruments financiers dont la transposition en droit français est en voie d'achèvement comme le montre la suite de cette chronique.

Dès lors, et dans la voie tracée par le rapport du président Delmas-Marsalet sur la commercialisation des produits d'épargne financière, il convient de placer cette décision dans une perspective plus vaste, celle de la commercialisation des produits financiers. Certes, cet arrêt se cantonne à la souscription d'une assurance décès, mais les principes qu'il affirme entrent directement en résonance avec ceux édictés par la loi du 15 décembre 2005 et son décret d'application du 30 août 2006 qui ont trait aux nouvelles obligations d'information et de conseil des intermédiaires d'assurance, textes issus de la Directive européenne du 9 décembre 2002. Rappelons que cette obligation de conseil à la souscription de contrats d'assurance, de toute nature, est légalement définie au 2° du II de l'article L. 520-1 du Code des assurances. Ainsi, comme le précise la Fédération française des sociétés d'assurances⁴, avant la souscription de tout type de contrat d'assurance, collectif ou individuel, l'intermédiaire doit préciser les besoins et exigences exprimés par le souscripteur éventuel ainsi que les raisons motivant le conseil fourni quant à un contrat d'assurance déterminé. Ces précisions qui doivent être fournies par écrit sont adaptées à

la complexité du contrat proposé. Ce devoir légal de conseil, mis en œuvre à compter du 1^{er} mai 2007, est donc distinct de la seule obligation d'information ; le conseil vise en effet, et nous reprenons là les termes de la FFSA *"à éclairer le souscripteur dans le choix d'un contrat"*. Il ne saurait donc se réduire, poursuit la FFSA, *"à la remise au client des informations précontractuelles et contractuelles que doit fournir l'assureur"*.

Ces commentaires permettent de comprendre la portée de l'arrêt de l'assemblée plénière de la Cour de cassation. Celle-ci reproche en effet à la banque distributrice d'un contrat de groupe, qu'elle avait directement négocié auprès de l'assureur afin de le proposer à ces clients, de ne pas avoir éclairé son client sur l'adéquation des risques couverts à sa situation personnelle, la remise de la documentation pré contractuelle même claire ne suffisant pas à satisfaire à cette obligation. Le dispositif de l'arrêt renvoie ainsi directement aux préconisations de la FFSA dont il reprend d'ailleurs plusieurs des termes.

Cette décision qui s'inscrit dans le fil de l'obligation légale de conseil inscrite dans le Code des assurances s'insère dans les discussions qui tendent à éclairer la nature des obligations qui lient la banque lorsqu'elle distribue des instruments financiers.

En l'état, le banquier est tenu d'une obligation d'information ou de mise en garde et non de conseil, car ce dernier terme n'a jamais été repris pour les activités bancaires par la Cour de cassation, lorsqu'un client profane réalise des opérations complexes ou spéculatives. L'on notera que cette distinction entre client profane et client expérimenté, présente tant dans la distribution des produits financiers que dans celles des concours bancaires⁵, n'existe pas en matière d'assurances.

Le périmètre de l'obligation d'information et de mise en garde lors de la commercialisation d'instruments financiers pourrait être de nature à évoluer avec la transposition de la directive MIF et les perspectives ouvertes suite au rapport du président Delmas-Marsalet. En effet, le rapport laisse entendre que toute vente de produits financiers est une vente "conseillée" sauf les cas de vente simple, *execution only*, qui ne peut porter que sur des produits simples et non complexes. Ce postulat se conjugue avec le périmètre d'application du nouveau service d'investissement de conseil en investissement, énoncé à l'article L. 321-15 du Code monétaire et financier et dont un décret doit préciser prochainement la définition. Si cette conception était en définitive retenue, le service de conseil en investissement accompagnerait la grande majorité des opérations réalisées au titre des autres services d'investissement à l'exception de la gestion pour compte de tiers à l'équilibre particulier. Le service de conseil en investissement deviendrait omniprésent.

La notion de conseil liée à la distribution de produits financiers rencontre clairement celle édictée par le législateur en matière de commercialisation de produits d'assurances. Ce constat résulte de la distribution par les banques de produits bancaires, de produits financiers et

3. Cass. Civ. 1, 17 juillet 2001, Bull. I n° 229 ; Cass. Civ. 1, 7 déc. 2004, RGAT 2005.102, Note J ; Kulhmann ; M.-J. Coffy de Boisdeffre : "L'évolution du droit applicable aux distributeurs d'assurance et la distribution d'assurance par les banques", Banque & Droit n° 53, p. 26. ; N. Barety : "Assurance groupe des emprunteurs : les risques encourus par

le banquier souscripteur", Banque & Droit n° 93, p. 28.

4. FFSA : "Mise en œuvre du devoir de conseil des intermédiaires d'assurance - Recommandation de la FFSA".

5. Cass. Civ. 1^{re}, 12 juillet 2005, Cass. Civ., 2 novembre 2005, Cass. Com. 3 mai 2006.

de contrats d'assurances qui sont alternativement proposés à la clientèle à la suite de l'étude de ses besoins et objectifs. Certes, les produits financiers et les produits d'assurances, aux logiques et objectifs distincts, ressortent de deux réglementations différentes et indépendantes mais ces réglementations se réunissent lors de l'acte de vente car, si les textes sont distincts, le client, lui, est unique.

C'est dans cette perspective qu'il convient d'examiner la mise en œuvre des obligations nées de la réglementation relatives aux instruments financiers et celles propres à la commercialisation des contrats d'assurance. Il est impératif de réconcilier ces réglementations et de les coordonner à travers une approche homogène du client. C'est pourquoi, il importe que les documents qui accompagnent l'acte commercial, et donc les questionnaires qui permettent de satisfaire aux tests de connaissance des clients, soient dans la mesure du possible élaborés de manière harmonieuse, condition indispensable à leur bonne mise en œuvre.

Pour autant, il convient de veiller à l'éventuelle émergence d'un phénomène de capillarité juridique, qui ferait que l'obligation de conseil telle qu'elle ressort du texte sur la commercialisation des produits d'assurance, au périmètre donc étendu, ne trouve des échos affirmés en matière de distribution et de placement d'instruments financiers. Cette tentation pourrait en effet se rencontrer dans des futures décisions des cours et tribunaux. La nature distincte des instruments financiers et des produits d'assurances, la fréquence différentes de leurs conclusions respectives, dont les régimes légaux particuliers reflètent les perspectives différentes, devrait toutefois circonscrire rapidement cette tentation.

Mauvaise information du marché – Responsabilité civile des dirigeants

Tribunal de grande instance de Guéret, statuant en matière commerciale, 20 février 2007, aff. SA Gaudriot, inédit.

En communiquant des fausses informations au marché, des dirigeants engagent leur responsabilité civile parce qu'ils ont commis une faute lourde d'une particulière gravité, incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales et donc séparable de celles-ci.

Les actionnaires peuvent demander à être indemnisés du préjudice personnel qu'ils ont subi en perdant une chance d'investir ailleurs leurs économies.

Le tribunal de grande instance de Guéret a rendu une décision (aff. SA Gaudriot) qui va dans le sens de celle prise par le tribunal de grande instance de Paris le 12 sep-

tembre 2006 dans l'affaire SIDEL⁶ : des actionnaires trompés par une mauvaise information du marché peuvent obtenir indemnisation de leur préjudice personnel, qui réside dans la perte d'une chance d'arbitrer à bon escient leur investissement. Les deux se placent dans l'ombre portée d'un arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 22 novembre 2005, qui a jugé que "la cour d'appel a pu décider qu'il existait un lien de causalité entre les manquements commis par la société et le préjudice subi par M. en revendant à perte les actions qu'il n'aurait pas achetées s'il n'avait pas été victime d'information trompeuse"⁷. Les deux jugements se distinguent néanmoins par le fait que, dans l'affaire SIDEL, l'action en responsabilité civile avait été engagée contre la société émettrice, alors que dans l'affaire de la Société Gaudriot, dont a eu à connaître le tribunal de Guéret, elle l'a été directement contre les dirigeants. Dès lors, les juges de la Creuse ont dû résoudre un problème particulier, qui était de savoir si l'action des actionnaires était recevable, et à quelles conditions, contre les dirigeants.

Les dirigeants attraités civilement avaient invoqué trois arguments pour échapper à toute action en responsabilité. En premier et principalement, ils soutenaient ne pouvoir être poursuivis qu'à condition d'avoir commis une faute détachable de leurs fonctions sociales, qu'ils estimaient n'être pas établie. Le tribunal les a suivis sur l'affirmation de principe, non sur l'appréciation de la réalité de la faute. Il rappelle que l'action en responsabilité engagée par un créancier à l'encontre d'un dirigeant est subordonnée à la démonstration d'une faute séparable des fonctions, selon une jurisprudence contestée⁸, et estime que cette solution peut être étendue à l'action engagée par un associé. L'affirmation est hâtive et erronée ; la jurisprudence relative à la faute détachable des dirigeants ne s'applique qu'à l'action en responsabilité civile lancée par un tiers, non à celle intentée par un associé pour son préjudice personnel ; la raison en est qu'un tiers doit normalement agir contre la société personne morale, celle-ci étant de plein droit responsable des agissements de ses dirigeants, et qu'il ne peut donc directement poursuivre ceux-ci que s'il peut leur reprocher une faute étrangère à l'exercice de leurs fonctions⁹ ; telle n'est pas la situation des associés, qui sont dans une relation directe avec les dirigeants. Mais, en l'espèce, les juges ont estimé que les dirigeants avaient commis une faute d'une particulière gravité, qui était incompatible avec l'exercice normal de leurs fonctions et que leur responsabilité civile pouvait donc être engagée, selon la définition récente de la faute détachable¹⁰, ce qui neutralise l'erreur première. Quelle était cette faute en l'espèce ? Avoir à plusieurs reprises, de

6. TGI Paris, 11^e Ch.1, 12 septembre 2006 : Banque & Droit n° 110, nov.-déc. 2006, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre, p. 35 ; Bull. Joly Sociétés 2007, p. 132, note J.-F. Barbiéri ; RTDF 2006/3, p. 162, note E. Dezeuze ; Lexbase Hebdo n° 231, note J.B. Lenhof ; Rev. Soc. 1/2007, p. 102, note J.-J. Daigre ; voir également D. Schmidt, "Affaire SIDEL : l'indemnisation des actionnaires" : D. 2006, p. 2522.

7. Cass. Com. 22 novembre 2005, Société Eurodirect Marketing c/ Michel Pfeiffer ; voir site Légifrance. Voir également, trib. corr. Paris, 22 janvier 2007, inédit, cité par Ch. Clerc, "La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations" : RTDF 1/2007, p. 31.

8. Cass. Com. 28 avril 1998 : D. 1998, IR, p. 136 ; Bull. Joly 1998, p. 808, note P. Le Cannu ; JCP E 1998, p. 1258, note Y. Guyon ; JCP

1998, II, 10177, note D. Ohl ; Rev. Soc. 1998, p. 767, note B. Saintourens. Voir également : Cass. Com. 9 mai 2001 : Bull. Joly 2001, p. 1020, note J.-F. Barbiéri ; 18 décembre 2001 : RJDA 2002, n° 510 ; Cass. Com. 20 mai 2003 : D. 2003, p. 2623, note B. Dondéro ; D. 2003, AJ, p. 1502, obs. A. Lienhard ; Bull. Joly 2003, p. 786, note H. Le Nabasque ; Cass. Com. 13 décembre 2005 : Bull. Joly 2006, p. 636, note J.-F. Barbiéri ; Com. 20 juin 2006 : JCP E 2006, p. 1339.

9. F. Basdevant, A. Charvériat et F. Monod, *Le guide de l'administrateur de société anonyme*, 2^e éd., Litec, n° 365 et s., p. 179 et s. M. Germain, *Traité de droit commercial*, t.1, vol. 2, Les sociétés commerciales, 18^e éd., LGDJ, n° 1760 et s., p. 512 et s.

10. Cass. Com., 20 mai 2003 : Rev. Soc. 2003, p. 479, note J.F. Barbiéri.

manière consciente, malgré les réserves des commissaires au compte, grossit exagérément les résultats de la société en comptabilisant de manière anormale des travaux en cours. Le tribunal note que *“les dirigeants précités ont dès le départ fait le choix d'une fuite en avant, avec une politique de croissance externe très rapide, en s'appuyant délibérément sur des présentations comptables dont ils ne pouvaient ignorer le caractère mensonger”*, ce qui caractérise une faute intentionnelle, donc une faute détachable des fonctions, même si ce standard n'était pas applicable à l'action des actionnaires, ainsi qu'on l'a dit.

Certains dirigeants invoquaient un deuxième argument : ils n'avaient pas participé à la communication financière. Sur le terrain du manquement à la bonne information du marché, cet élément aurait pu prospérer en raison de l'application du principe de la personnalité des peines aux sanctions administratives¹¹. Mais il n'a pas été retenu par les juges en l'espèce, s'agissant de la mise en jeu de la responsabilité civile des dirigeants à propos de laquelle il ne trouve pas place, celle-ci étant retenue solidairement par le tribunal, comme le permet la loi (art. L. 225-251 C. com).

Ils invoquaient un dernier argument : le préjudice subi par les actionnaires du fait de la perte de la valeur de leurs titres n'était pas un préjudice personnel mais un préjudice collectif, celui de la société, dont ils ne pouvaient se prévaloir. Il est vrai que telle est la position de la jurisprudence qui, traditionnellement, exige la démonstration d'un préjudice individuel distinct de celui subi par la société, donc de celui subi collectivement par les associés, pour admettre l'action individuelle d'un associé¹². Le tribunal, sans contester cette règle prétorienne, pourtant discutable, en écarte l'application en l'espèce en retenant un préjudice individuel caractérisé par le fait que les actionnaires *“ont perdu une chance d'investir ailleurs leurs économies”*. C'est là où la décision rejoint celle du tribunal de grande instance de Paris dans l'affaire SIDEL. La solution est fondée : le préjudice résultant d'une information imparfaite, voire erronée, est bien la perte d'une chance de prendre une décision en connaissance de cause. En effet, s'ils avaient eu connaissance en temps utile de la situation réelle de la société, peut-être n'auraient-ils pas investi. Mais, au-delà, les deux décisions se séparent, celle de Guéret évaluant la perte de chance à la perte de valeur des titres, alors que celle de Paris avait procédé à un abattement. C'est là où le jugement de Guéret trouve sa limite : la privation d'une chance d'éviter une perte vaut nécessairement moins que la perte elle-même. Elle est difficile à calibrer scientifiquement ; aussi, les juges de Paris n'avaient-ils pas hésité à retenir une appréciation, *ex æquo et bono*.

11. Voir Chronique financière et boursière : Banque & Droit n° 111, janv.-fév. 2007, p. 29.

12. Cass. Com. 1^{er} avril 1997 : Bull. Joly Sociétés 1997, p. 650, note J.-F. Barbiéri.

13. H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd.,

OPA – Engagement d'apport – Application – Distinction.

Versailles, 12^e Ch. 1, 21 décembre 2006, inédit. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 573, p. 522

Une application se distingue d'un apport à une offre quand elle se réalise hors marché.

L'affaire jugée par la cour d'appel de Versailles présente plusieurs aspects, mais nous ne retiendrons que celui relatif à la définition et à la nature de l'"application" en Bourse. En l'espèce, un groupe d'actionnaires avait souscrit un engagement d'apport à une offre publique d'achat au profit d'une autre société. Celle-ci a lancé l'offre, mais s'est vu concurrencer par un surenchérisseur, qui a fini par l'emporter en raison de l'acquisition des actions qui avait fait l'objet de l'engagement. L'initiateur de l'offre a aussitôt tenté d'engager la responsabilité de ceux qui avaient souscrit l'engagement d'apport. Le tribunal l'a débouté en jugeant que *“les titres litigieux avaient été mis sur le marché et non apportés à une offre concurrente”* et que, par conséquent, l'engagement d'apport à l'offre n'avait pas été méconnu. En appel, la société bénéficiaire de l'engagement a ajusté son argument en précisant que les promettants avaient manqué à leur obligation en procédant à une vente directe au surenchérisseur par une application en bourse, alors qu'ils auraient dû mettre leurs titres sur le marché. L'arrêt rappelle que, selon l'art. 4402 des règles de marché harmonisées d'Euronext, *“une Application consiste en la production et l'exécution simultanées au même cours par un seul membre des marchés de titres d'Euronext de deux ordres client de sens opposés pour la même quantité d'un titre donné”* et qu'une application peut être effectuée *“en dehors du carnet d'ordres central”*. La cour en déduit que, dans cette dernière hypothèse, les titres ne sont pas proposés sur le marché ni confrontés à d'autres offres ; elle avait pris soin d'interroger l'AMF sur ce point, qui lui avait répondu *“qu'une application constitue une vente entre deux parties réalisée par un intermédiaire, [...], et se différencie en conséquence d'un apport à une offre, procédure spécifique qui implique que les propriétaires d'actions fassent intervenir un intermédiaire financier un ordre par lequel il donne ordre de céder leurs titres dans le cadre de l'offre publique”*.

Les applications sont fréquentes et ne donnent pas lieu à contentieux, du moins à un contentieux connu, d'où l'intérêt de cet arrêt. Selon la définition communément admise, l'application est un rapprochement de deux clients sans interposition du compte de l'intermédiaire¹³ ; elle se distingue de la contrepartie, qui suppose qu'un membre de marché soit partie à l'opération pour compte propre¹⁴. M. Bonneau et Mme Drummond estiment que la nature juridique de l'application n'est pas différente de celle des autres opérations conclues sur le marché¹⁵. Leur appréciation, juste de manière générale, peut être difficilement suivie lorsque, par exception, l'application est, comme ici, réalisée en dehors du

Litec, 2001, n° 573, p. 522.

14 Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 2^e éd., Economica, 2005, n° 763, p. 633.

15 Ouv. pr, n° 766, p. 635.

carnet d'ordres central, ce que permettent expressément les règles harmonisées d'Euronext (art. 4402). En ce cas, ainsi que l'ont reconnu l'AMF et la cour dans la présente espèce, l'application s'analyse en une vente directe entre deux donneurs d'ordres; elle réalise une vente pure et simple, les deux parties étant tombé d'accord sur la chose et son prix. La nature juridique de l'application est donc variable: opération de marché lorsqu'elle se réalise par le carnet d'ordres central, vente ordinaire lorsqu'elle se réalise hors de celui-ci. Ce n'est pas dire que l'application effectuée hors du carnet d'ordres central tombe complètement dans la liberté contractuelle; elle ne peut en effet se réaliser à un prix totalement libre, car l'article 4402 des règles harmonisées d'Euronext renvoie au régime des négociations hors séance et des négociations de bloc, qui impose des intervalles de prix par rapport au dernier cours. Pour autant, à l'intérieur de ces limites, qui peuvent être larges, les parties ont la liberté de négocier le prix, de sorte que l'application réalisée hors du carnet d'ordres central ne s'insère pas dans le mécanisme collectif de la bourse et retrouve le bilatéralisme du contrat de vente du Code civil.

MATIF et MONEP – Appel de marge – Portée de la règle – Protection du marché et de l'adhérent compensateur – inobservation par un adhérent compensateur – responsabilité de l'adhérent (non)

Cass., Com., 6 mars 2007, J2L Futures c/ Crédit Lyonnais Rouse France : Voir H. de Vauplane et J.P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 558 et 906.

Les règles applicables aux opérations sur le MATIF et le MONEP relatives aux appels de marge sont édictées dans l'intérêt de l'adhérent compensateur et de la sécurité du marché et non dans celui du négociateur, ce dernier ne pouvant invoquer leur inobservation pour engager la responsabilité de l'adhérent compensateur.

Cette décision de la chambre de compensation s'inscrit dans le droit fil de la jurisprudence traditionnelle de la Haute juridiction en matière de portée des règles de couverture¹⁶. En l'espèce, l'administrateur judiciaire d'une société mise en liquidation judiciaire qui exerçait l'activité de négociateur pour compte propre sur le MATIF et le

16 Cass. Com., 5 novembre 1991 (affaire Buon) : Bull. civ. IV, n° 327 selon lequel "il est interdit au donneur d'ordre de se prévaloir, à quelque titre que ce soit, des infractions aux règles relatives à la remise d'une couverture; que ce texte est général et ne fait aucune distinction entre les actions disciplinaires et les autres actions"; Cass. Com., 3 janvier 1996 : Banque & Droit n° 47, p. 28, note F. Peltier et H. de Vauplane; Cass. Com., 14 janvier 2003 : Bull. Joly Bourse 2003, § 44, p. 254, note L. Ruet, Banque & Droit n° 88, mars.-avril 2003, p. 33, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre : "l'obligation de couverture des opérations sur le marché à règlement mensuel étant édictée dans l'intérêt de l'intermédiaire et de la sécurité du marché, et non dans celui du donneur d'ordre, la cour d'appel a décidé à bon droit (que le donneur d'ordre) ne pouvait pas se prévaloir de l'inobservation de cette obligation par la banque"; Cass. Com., 14 juin 2004 : Bull. Joly Bourse 2005, § 116, p. 438, note L. Ruet : "L'obligation de couverture des opérations sur le marché à [à terme] étant édictée dans l'intérêt de l'intermédiaire et de la sécurité du marché et non dans celui du donneur d'ordre, ce dernier ne peut se prévaloir de l'inobservation, par l'intermédiaire des règles relatives à la mise en œuvre ou à la sanction de cette obligation; que par ce motif de pur droit suggéré par la défense et substitué à celui que cri-

MONEP contestait à l'établissement compensateur auprès duquel un compte avait été ouvert, après que celui-ci ait attiré l'attention de son client sur l'importance du solde débiteur de son compte et l'avoir invité à régulariser la situation, le droit pour cet établissement compensateur à se faire payer le montant du solde débiteur du compte. La solution retenue par la Cour de cassation n'est pas originale et ne mérite pas de s'y attarder, si ce n'est deux particularités propres à l'espèce. La première réside dans le fait que les magistrats de la chambre commerciale appliquent aux cas des appels de marge la jurisprudence désormais classique en matière de couverture d'ordre de Bourse. Or, l'on sait que les deux techniques diffèrent quant aux mécanismes permettant de couvrir les risques pris par un client sur un marché à terme; pour autant, toutes deux poursuivent le même but: ces règles sont "édictees dans l'intérêt de l'adhérent compensateur et de la sécurité du marché et non dans celui du négociateur". Dès lors, et de façon logique, le client ne peut "par la suite invoquer leur inobservation pour engager la responsabilité de son cocontractant". La deuxième précision apportée par l'arrêt est que contrairement à la jurisprudence abondante en matière de couverture d'ordres de Bourse¹⁷, le client qui conteste le droit à la banque à se faire payer du montant du solde débiteur ne s'inscrit pas dans le schéma traditionnel de l'arrêt Buon où le client profane considère que le non-respect des règles relatives aux obligations de couverture participe à l'obligation d'information propre aux marchés à terme. En l'espèce, le négociateur MATIF a la qualité de commerçant, et même fiscalement de spéculateur professionnel des marchés à terme! On ne voit donc pas comment l'argument du non-respect des règles d'appel de marge au titre du devoir d'information du professionnel vis-à-vis de son client profane des marchés à terme aurait pu prospérer dans une telle situation, sauf à considérer, comme c'est le cas en l'espèce, qu'il s'agit moins d'une règle de nature consumériste, mais d'une simple violation d'un engagement contractuel. En effet, la société en liquidation estimait qu'en ne procédant pas aux appels de marge débiteurs et en ne liquidant pas les positions insuffisamment couvertes à la clôture de chaque séance, l'adhérent compensateur avait violé un engagement contractuel. C'est donc sur le plan purement contractuel que le débat était posé, ce qui constitue une nouveauté. Mais, comme on l'a vu, la réponse apportée par la Haute juridiction n'est pas différente du cas des couvertures auprès de clients profanes.

tique le moyen, l'arrêt se trouve justifié"; Cass. Com., 14 décembre 2004 : Bull. Joly Bourse 2005, § 39, p. 168, note Ph. Goutay et K.A. Sauvet où la Cour réaffirme que les dispositions du RG CBV sur l'obligation de constituer une couverture "sont édictées dans l'intérêt des intermédiaires et de la sécurité du marché et visent à prévenir une défaillance des investisseurs".

17 Cass. Com. 5 novembre 1991 : Bull. civ. IV, n° 327, Bull. Joly Bourse 1993, p. 292, note F. Peltier; Cass. Com., 23 février 1993, Bull. civ. IV; Cass. Com. 2 novembre 1994 : Bull. Joly Bourse 1995, p. 310; note J.-J. Essombé-Moussio; Cass. Com. 4 juillet 1995 : Bull. Joly Bourse 1995, p. 497; Cass. com., 9 avr. 1996 : Banque et droit, n° 48, juill.-août 1996, p. 33, note H. de Vauplane et sur renvoi : Paris, 13 mai 1997 : Banque & Droit, n° 54, juill.-août 1997, p. 32, note H. de Vauplane, n° 68; Cass. com. 27 janvier 1998, Bull. civ. IV, n° 41; Cass. Com. 8 juillet 2003 : Bull. Joly Bourse 2003, p. 591, note L. Ruet; Banque & Droit n° 91, septembre-octobre 2003, p. 48, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre; Cass. Com., 18 février 2004 : Bull. Joly Bourse, 2004, § 60, p. 272, note B. Le Bars; Cass. Com., 14 juin 2005 : Bull. Joly Bourse 2006, § 70, p. 307, note B. Le Bars, p. 312; Cass. Com., 6 décembre 2005 : Bull. Joly Bourse 2006, § 72, p. 311, note B. Le Bars, p. 312.

Actualités réglementaires

Fiducie – Loi n° 2007-211 du 19 février 2007¹⁸

Voir H. de Vauplane et J.-P. Borne, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 877.

Alors que peu de personnes croyaient encore à son insertion dans le Code civil, sans tambours, ni trompettes, loin de l'agitation médiatique qui avait entouré le précédent projet¹⁹, le contrat de fiducie a fait discrètement son entrée dans le dispositif législatif français dans les derniers jours d'une législature déjà oubliée et à un moment où tous les regards étaient tournés vers les candidats à la Présidence de la République.

La loi n° 2007-211 du 19 février 2007 introduit la fiducie en droit français à travers un volet juridique, objet du nouveau titre XIV du livre 3 du Code civil décliné aux nouveaux articles 2011 à 2031 du Code civil et un volet fiscal qui en limite le champ d'application²⁰.

La fiducie : un dispositif novateur mais sérieusement cantonné pour des raisons fiscales mais également pour assurer la sécurité des contractants.

La fiducie constitue l'opération par laquelle, pour reprendre les termes du nouvel article 2011 du Code civil, un ou plusieurs constituants transfèrent des biens, des droits ou des sûretés, ou encore un ensemble de biens, de droits ou de sûretés, présents ou futurs, à un ou plusieurs fiduciaires, qui en les tenant séparés de leur patrimoine propre, agissent dans un but déterminé au profit d'un ou de plusieurs bénéficiaires.

Les modalités d'application offertes par cette définition fort large en cantonnent strictement l'utilisation.

Ce contrat, qui laisse successivement apparaître trois personnes, le(s) constituant(s), le(s) fiduciaire(s) et le(s) bénéficiaire(s) même si ces derniers n'interviennent pas directement au contrat, est réservé à certaines personnes. Ainsi, le constituant ne peut pas être une personne physique. Seule une personne morale passible de plein droit ou sur option à l'impôt sur les sociétés peut être constituante (nouvel article 2014 du Code civil). Le législateur précise que les droits du constituant au titre de la fiducie ne sont ni transmissibles à titre gratuit, ni cessibles à titre onéreux à des personnes autres que des personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés.

La qualité de fiduciaire, c'est-à-dire la personne sur laquelle pèse la réalité économique de la gestion et de la conservation des biens dont la propriété est remise à titre temporaire est réservée, comme le précise le nouvel article 2015 du Code civil, aux seuls établissements de crédit, institutions et services énumérés à l'article L. 518-1 du Code monétaire et financier (Trésor public, Banque de France, Caisse des Dépôts et Consignations, etc.), aux entreprises d'investissement de l'article L. 531-4 du même Code et enfin aux entreprises d'assurances. L'on observe que si la qualité de fiduciaire est réservée naturellement aux professionnels de la finance, elle n'est pas limitée à ceux qui exercent les services de gestion ou des opérations de banque comme prêteur. Toutefois, cette mesure de sécurité en faveur des constituants est renforcée par la possibilité pour eux de désigner, à tout moment, un tiers chargé de s'assurer de la préservation de ses intérêts dans le cadre de l'exécution

du contrat. Le nouvel article 2017 du Code civil précise que ce "tiers protecteur", dont le statut n'obéit à aucune contrainte, peut disposer des pouvoirs que la loi accorde au constituant, pouvoirs qui devront donc à défaut de l'application de ce principe être précisément définis par les parties. À cet égard, l'on conseillera aux parties de préciser au sein du contrat de fiducie, les éventuelles modalités d'informations de chaque partie et les pouvoirs de ce tiers protecteur qui pourraient s'avérer utiles en cas d'existence de situation de conflits d'intérêts entre le constituant et le fiduciaire, notamment dans les cas d'utilisation du contrat de fiducie dans les situations dites de fiducie-sûretés.

La qualité de bénéficiaire n'a fait l'objet d'aucune restriction, étant cependant indiqué que le constituant ou le fiduciaire peuvent se voir attribuer la qualité de bénéficiaire permettant ainsi à ce contrat de régir les situations de propriété temporaire qu'elles soient tripartites ou bipartites, alternatives fréquemment rencontrées dans les portages de titres.

La fiducie : un dispositif entouré d'importantes mesures de publicité.

Outre les possibilités d'évasion fiscale dont ce contrat pouvait être à l'origine, l'une des principales raisons du retard constaté en vue de l'instauration du contrat de fiducie provient de l'ambiguïté qu'il pouvait faire naître à l'égard des tiers. La titularité apparente de la propriété transférée au fiduciaire était en effet susceptible de tromper les tiers sur la nature réelle de la propriété de biens destinés à être transférés à des bénéficiaires.

Pour répondre à cet impératif de transparence du dispositif, le législateur a édicté une série de mesures contraignantes. La fiducie est expresse ; à peine de nullité, le contrat de fiducie est obligatoirement constaté par un écrit et enregistré dans le délai d'un mois de sa conclusion (nouveaux articles 2012 et 2019 du Code civil). Le contenu du contrat de fiducie est précisément détaillé par le Code civil. Le nouvel article 2018 du Code prévoit ainsi, qu'à peine de nullité, le contrat de fiducie doit déterminer au sein de six rubriques :

- Les biens, droits ou sûretés transférés qui, s'ils sont futurs, doivent être déterminables, la durée du transfert ne pouvant excéder trente-trois ans à compter de la signature du contrat ;
- L'identité du ou des constituants ;
- L'identité du ou des fiduciaires ;
- L'identité du ou des bénéficiaires ou, à défaut, les règles permettant leur désignation ;
- La mission du ou des fiduciaires et l'étendue de leurs pouvoirs d'administration et de disposition.

Lorsqu'ils portent sur des immeubles ou des droits réels immobiliers, et toujours à peine de nullité, les contrats de fiducie doivent être enregistrés dans les conditions prévues aux articles 647 et 657 du Code général des impôts relatifs à la publicité foncière (nouvel article 2019 du Code civil). Cette formalité interviendra dans le délai de deux mois suivant la date du contrat prévoyant le transfert des biens auprès du bureau des hypothèques de la situation des biens concernés.

Conformément au nouvel article 2021 du Code civil, le fiduciaire doit informer les tiers de sa qualité lorsqu'il agit pour le compte de la fiducie. À défaut, le fiduciaire serait réputé agir pour son compte personnel.

Outre les mesures propres au contrôle des opérations de blanchiment et l'établissement de déclarations de soupçons (nouvel article L. 562-2-1 du Code monétaire et financier), la levée spécifique du secret professionnel pour le contrôle des opérations de fiducie (article 15 de l'ordonnance du 19 février 2007), l'on relèvera une obligation de conservation de 10 ans à compter de la fin de la fiducie des documents relatifs à chaque contrat. Cette obligation, instituée par l'article 15 de l'ordonnance du 19 février 2007 pèse sur le fiduciaire, le constituant, le bénéficiaire et toute personne physique ou morale exerçant, de quelque manière que ce soit, un pouvoir de décision direct ou indirect sur la fiducie.

Enfin le nouvel article 2020 du Code civil prévoit la constitution d'un registre national des fiducies selon des modalités précisées par décret en Conseil d'État dont la publication conditionne l'entrée en vigueur de l'ensemble du dispositif.

Les effets du contrat de fiducie: la constitution d'un patrimoine d'affectation sous la surveillance du constituant, la responsabilité particulière du fiduciaire.

Au titre de sa mission, le fiduciaire devient propriétaire temporaire des biens du constituant. À l'égard des tiers, il est réputé disposer des pouvoirs les plus étendus sur le patrimoine fiduciaire. Ce patrimoine fiduciaire reçu ne se confond pas pour autant avec le sien car il reste isolé à travers un mécanisme d'affectation de la propriété confiée, nouvelle illustration de la vitalité du concept de patrimoine d'affectation. Ainsi, l'ouverture d'une procédure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire au profit du fiduciaire n'affecte pas le patrimoine fiduciaire (nouvel article 2024 du Code civil).

En contrepartie des droits qu'il reçoit, le fiduciaire doit rendre compte au constituant, et le cas échéant au tiers protecteur désigné, des opérations qu'il accomplit au titre de sa mission et selon une périodicité fixée par le contrat (nouvel article 2020 du Code civil).

Le fiduciaire doit exécuter le contrat de fiducie de manière loyale, dans le respect des pouvoirs qu'il aura reçus. L'on notera toutefois que le patrimoine du fiduciaire peut être atteint par le contrat de fiducie. En premier lieu, l'on observe qu'en cas d'insuffisance du patrimoine fiduciaire, le patrimoine du constituant constitue le gage commun des créanciers sauf stipulation contraire du contrat de fiducie mettant tout ou partie du passif à la charge du fiduciaire (nouvel article 2025 du Code civil). Cette mesure est complétée d'un principe instauré par le nouvel article 2026 du Code civil qui précise que *"le fiduciaire est responsable, sur*

son patrimoine propre, des fautes qu'il commet dans l'exercice de sa mission".

L'utilisation interdite du contrat de fiducie, la fiducie libéralité²¹.

Le nouvel article 2013 du Code civil prévoit la nullité du contrat de fiducie procédant d'une intention libérale. La fiducie libéralité, c'est-à-dire celle qui a pour objet la transmission à titre gratuit, au terme d'une durée déterminée, de biens à un ou plusieurs bénéficiaires, est donc prohibée.

La fiducie ne pourra donc constituer un outil, même encadré, au service des libéralités.

Les utilisations autorisées du contrat de fiducie: la fiducie gestion et la fiducie sûreté.

La fiducie gestion répond à un besoin identifié depuis fort longtemps par les professionnels, celui de gérer les biens qui leur sont confiés par le constituant dans une optique contractuellement définie. C'est ce dernier point qui importe car si les mécanismes de gestion pour compte de tiers sont connus, ils s'insèrent le plus souvent dans un cadre réglementaire précis dont les opérations dites de portage ou encore de defeasance ne peuvent se satisfaire.

La fiducie à titre de garantie ou encore fiducie sûreté consacre le mécanisme de l'aliénation fiduciaire en tant que garantie²². Annoncée par le récent article L 431-7-3 du Code monétaire et financier dont la rédaction résulte de la transposition par l'ordonnance du 24 février 2005 de la directive européenne n° 2002/47/CE du Parlement européen sur les contrats de garantie financière, elle-même précédée de quelques textes spécifiques comme ceux dédiées aux cessions de créances professionnelles dite "cession Dailly" (articles L. 313-29 et suivants du Code monétaire et financier), ce texte opère une importante modification de notre droit qui, à l'instar des droits étrangers, dans le cadre notamment des opérations financières internationales pourra utiliser le concept d'aliénation fiduciaire.

Une mesure distincte du contrat de fiducie instaurée par la loi du 19 février 2007.

L'article 16 de la loi du 19 février 2007 complète l'article 2328 du Code civil par un article 2328-1 qui précise que *"toute sûreté réelle peut-être inscrite, gérée et réalisée pour le compte des créanciers de l'obligation garantie par une personne qu'ils désignent à cette fin dans l'acte qui constate cette obligation"*. Cette disposition sera sans doute utilisée avec profit par les professionnels dans le cadre de la gestion des crédits syndiqués dont les modalités en seront ainsi simplifiées.

18. Bibliographie: C Witz: *La fiducie en droit privé français*, Economica 1981; colloque de Luxembourg des 20-21 septembre 1984, *Les opérations fiduciaires*, LGDJ 1985; F Barrière: *La réception du trust au travers de la fiducie*, Litec 2005; H Giraud: "Réflexions au sujet du paradigme selon lequel la fiducie française est transposée de la common law - Comparaison entre le droit écossais des trusts et le projet de fiducie en France" *Banque & Droit* n° 105 p 25 janv-fev 2006; C Larroumet: "La fiducie: une révolution dans notre droit", *Banque & Droit* n°14, nov-déc 1990 p. 239 et n° 15 janv-fev 1991 p 3; F Peltier: "La fiducie: perspectives pour les banques", *Banque & Droit* n°12 Juil-août 1990, p. 167;

19. Projet de loi AN n° 2583 déposé en février 1992 faisant suite à un avant-projet de loi diffusé le 13 février 1990. J.-P. Le Gall: "le concept de la fiducie dans le projet de loi sur la fiducie", *Gaz Pal*, 1^{er} et 2 juillet 1992 p. 1; colloque de Lyon du 5 avril 1990: "La fiducie, contributions à

l'avant-projet de loi", *Revue de droit bancaire et financier* n° 21 sept-oct 1990 p 176;

20. P Bouteiller: "loi n° 2007-211 du 19 février 2007 instituant la fiducie", *Semaine juridique Ed entreprises et affaires* n°13, p. 29; A Prum: "L'arrivée annoncée de la fiducie", *Revue de droit bancaire et financier*, janv-fev 2007, p. 1. P Dupichot: "Opération fiducie sur le sol français", *Semaine Juridique Ed Entreprises et affaires*, n° 12, p. 3; G Benoit: "La fiducie, un outil souple pour les entreprises", *Option Finance* n° 921, p. 6; S Hazan: "Fiducie à la française", *Option finance* n°929, p. 37; M.-E. Mathieu: "Chronique de droit bancaire et financier", *Petites Affiches* n° 51, p. 5;

21. F. Tripet: "La prohibition de la fiducie libéralité: pourquoi une telle démesure?", *Gaz Pal*, 21 octobre 2006, p. 6.

22. C. Witz: "Réflexions sur la fiducie sûreté", *Semaine juridique Ed E 1993-244* n° 18 Ch, p. 231.

Au final, l'instauration du contrat de fiducie dont la fiscalité et la comptabilisation des opérations obéissent, dans la mesure du possible au principe de neutralité²³ répond à un réel besoin cependant centré en l'état actuel du texte sur les opérations financières et aux financements réalisés par des personnes morales. Le concept est novateur sans pour autant bouleverser le concept de propriété qui demeure unitaire. En l'état, il est placé sous l'attention protectrice du législateur. Pour autant, cette première phase d'acclimatation passée, il sera sans doute utile que les professionnels étudient son éventuelle extension.

Directive MIF – Transposition – Ordonnance – Instruments financiers – Services d'investissement – Marchés – Prestataires de services d'investissement – Tutelle – Conseillers en instruments financiers

Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 1233

L'ordonnance assurant la transposition de la directive MIF au niveau légal a été publiée le 13 avril dernier. Le nouveau dispositif, qui n'entrera en vigueur que le 1^{er} novembre prochain, date d'entrée en application de la directive elle-même, et qui doit encore être complété par diverses mesures d'ordre réglementaire, notamment au niveau du règlement général de l'AMF, introduit de profonds changements, non seulement dans le cadre d'exercice des prestataires de services d'investissement, mais également dans celui des marchés.

Le 13 avril dernier, a été publiée au Journal officiel l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 relative aux marchés d'instruments financiers. Conformément à l'habilitation renouvelée par le législateur à l'occasion de la loi du 20 février 2007 concernant la Banque de France, et avec un peu de retard par rapport à la date limite initialement prévue²⁴, ce texte assure la transposition au niveau légal de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 sur les marchés d'instruments financiers. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle sa date d'entrée en vigueur est fixée au 1^{er} novembre prochain (Ord., art. 7) puisque c'est la date à laquelle la directive MIF doit elle-même entrer en application. Si formellement l'ordonnance comporte peu d'articles (huit en tout), ce n'en est pas moins un texte d'importance puisque, codification oblige, est rassemblé au sein d'un même article l'ensemble des modifications apportées à un même livre du Code monétaire et financier. Ainsi, les cinq premiers articles modifient respectivement les livres II à VI du Code.

Cette publication ne marque toutefois pas la fin de l'exercice de transposition : plusieurs textes réglementaires doivent en effet venir compléter l'ordonnance. Outre différents décrets dont la publication est imminente au moment

où ces lignes sont rédigées, et quelques modifications de textes bancaires et financiers relevant de la compétence du ministre²⁵, c'est principalement au niveau du règlement général de l'AMF que doit être accompli l'essentiel du travail avec là aussi, une publication attendue vers la mi-mai²⁶.

Dans le cadre de cette chronique, l'objet est d'autant moins de procéder à une présentation exhaustive et détaillée des changements apportés par l'ordonnance qu'une mise en perspective avec un niveau réglementaire en cours de formalisation serait souvent indispensable pour donner au nouveau dispositif tout son sens. Néanmoins, il semble utile de mettre en évidence un certain nombre de points d'articulation qui constituent autant de repères pour une bonne appréhension de la nouvelle architecture mise en place.

Avant de commencer l'examen de cette ordonnance qui rénove profondément le cadre d'exercice des intermédiaires financiers et des marchés, il est nécessaire de dire quelques mots sur l'approche de transposition retenue par le gouvernement qui, suivant en cela la demande des professionnels, a en effet choisi de respecter aussi fidèlement que possible la rédaction utilisée au niveau européen. Parfois effectué au détriment d'une certaine clarté rédactionnelle et semblant ignorer certains principes juridiques traditionnels de notre droit²⁷, ce choix a été motivé par le double souci de mettre en évidence une transposition scrupuleuse et de ne pas créer au détriment des acteurs français des distorsions concurrentielles non souhaitées. Sur le premier point, il y a en effet un élément de compétitivité important pour la place de Paris à affirmer que le cadre d'exercice mis en place est exactement celui de la directive. Sur le second, il faut rappeler que la directive MIF, dont l'objet est d'amplifier encore le bénéfice du passeport européen en fluidifiant presque totalement l'offre transfrontière de services et de produits à l'intérieur de l'Europe, a pour conséquence de ne pas permettre aux États membres, qui auraient introduit des contraintes supplémentaires par rapport au corpus minimal de la directive, de les rendre opposables aux acteurs qui agissent sur leur territoire en libre établissement ou en libre prestation de services : il y avait donc le risque qu'une modification de rédaction, même opérée dans le seul but de clarifier, n'induisse une distorsion de *level playing field* à l'encontre des établissements français...

1. Produits et activités

Instruments financiers

Alors que le Code monétaire et financier énumérait précédemment les différentes catégories d'instruments financiers à terme (Comofi, art. L. 211-1), cette liste, considérablement élargie par la directive MIF, est désormais renvoyée à un décret. L'une des caractéristiques des produits à terme étant d'être en perpétuelle évolution, compte tenu d'une ingénierie financière toujours à la recherche d'innova-

23. Arnaud de Bissy : "Aspects fiscaux de la fiducie, loi du 19 février 2007", JCP/La Semaine Juridique, Ed. E, 19 avril 2007, n° 16, p. 46.

24. Habilitation qui n'est en fait que le prolongement de celle consentie en juillet 2005 et dont la date limite, fixée au 31 janvier 2007, n'a pu être respectée.

25. Avec plus particulièrement la modification du règlement 97-02 relatif au contrôle interne des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

26. A cet effet, l'AMF a lancé courant janvier une consultation publique sur les modifications concernant le livre III de son règlement général concernant les prestataires de services d'investissement, puis courant avril une consultation publique sur le livre V concernant les marchés.

27. Quand il est par exemple indiqué que les décisions de l'AMF doivent être fondées sur des "raisons objectives et démontrables" (Comofi, art. L. 421-9)...

tions permettant de mieux satisfaire les besoins des clients, cette approche, qui procure une plus grande souplesse d'adaptation, paraît devoir être approuvée.

Dans ce contexte, il n'est pas sans intérêt de souligner que l'un des apports de la directive MIF est de constituer désormais en instruments financiers les produits dérivés sur matière première: cela a pour conséquence de rendre éligibles au passeport européen les intermédiaires fournissant des services d'investissement sur de tels produits.

Services d'investissement et service connexes

Conformément à la directive, la liste des services d'investissement (Comofi, art. L. 321-1) voit l'incorporation de deux nouveaux services: le conseil en investissement²⁸ d'une part, l'exploitation d'un système multilatéral de négociation d'autre part. Par ailleurs, les différentes formes de placement sont formellement dissociées pour distinguer la prise ferme, le placement garanti et le placement non garanti, compte tenu de leurs conséquences juridiques très différentes. La définition de ces services, aujourd'hui relevant du règlement général de l'AMF, fera l'objet d'un décret.

La liste des services connexes est également revue (Comofi, art. L. 321-2) pour effectuer deux suppressions et un ajout. La première suppression concerne le conseil en gestion de patrimoine qui est l'appellation sous laquelle le législateur français a choisi de transposer le service auxiliaire de conseil en investissement prévu par la DSI et désormais "remonté" en service principal; la seconde concerne la location de coffres-forts²⁹. L'ajout concerne l'analyse financière, aussi dénommée recherche en investissement.

À cet égard, on relèvera que la définition de cette activité est modifiée en ligne avec la directive (Comofi, art. L. 544-1). Constituent ainsi de la recherche en investissements ou de l'analyse financière "des travaux de recherche ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, explicitement ou implicitement, concernant un ou plusieurs instruments financiers ou les émetteurs d'instruments financiers, y compris les opinions émises sur le cours ou la valeur présente ou future de ces instruments, destinés aux canaux de distribution ou au public", à la condition que ces travaux ou informations soient "désignés ou décrits" par l'expression "recherche en investissements", "analyse financière", ou "présentés comme une explication objective et indépendante du contenu de la recommandation", qu'ils ne soient pas "assimilables à la fourniture de conseils en investissement" et qu'ils soient "effectués conformément aux dispositions du règlement général de l'Autorité des marchés financiers"³⁰.

2. Infrastructures de marché et de post-marché

L'organisation du livre IV du Code monétaire financier est assez profondément refondu pour créer le cadre

28. La novation en résultant, alors que le champ de ce nouveau service fait encore l'objet de réflexions et semble assez largement consubstantiel aux services transactionnels (transmission d'ordres, exécution d'ordres, négociation pour compte propre), explique qu'une disposition non codifiée de l'ordonnance prévoit la conservation des droits acquis pour les prestataires qui effectueront une déclaration d'activité au Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement avant le 1^{er} novembre 2007 (Ord., art. 6).

29. Ces suppressions ne devraient pas avoir d'incidences sur la

d'exercice des trois catégories de plateformes d'exécution que reconnaît la directive MIF: les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les internalisateurs systématiques. Dans ce cadre, on notera spécifiquement la suppression, non seulement de l'obligation de centralisation des ordres sur un marché réglementé qui était directement requise par la directive, mais également de l'obligation d'intermédiation dont la raison d'être a disparu.

Marchés réglementés

Le régime des marchés réglementés est considérablement remanié autour de vingt-deux articles. L'ordonnance reprend la définition de la directive qui prévoit qu'un "marché réglementé d'instruments financiers est un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et systèmes de ce marché, et qui fonctionne régulièrement conformément aux dispositions qui lui sont applicables" (Comofi, art. L. 421-1). Le marché réglementé est géré par une entreprise de marché, société commerciale dont le siège social et la direction effective sont en France, qui effectue les actes afférents à l'organisation et l'exploitation du ou des marchés qu'elle gère et veille au respect des exigences qui lui sont applicables (Comofi, art. L. 421-2).

Cette dissociation du marché et de l'entreprise de marché permet de confier à l'AMF le soin de désigner un mandataire, lorsque la gestion du marché "ne peut plus être assurée dans des conditions garantissant son bon fonctionnement" (Comofi, art. L. 421-3), ce qui constitue aussi un élément de réponse à ceux qui s'inquiétaient de la prise de contrôle d'Euronext par le NYSE et d'éventuelles velléités d'impérialisme extraterritorial par les autorités nord-américaines³¹.

Si elles sont plus développées qu'aujourd'hui, les modalités de reconnaissance, de révision et de retrait de la qualité de marché réglementé ne changent pas fondamentalement (Comofi, art. L. 421-4 à L. 421-6). La reconnaissance est toujours le fait du ministre sur proposition de l'AMF, formulée après consultation de la Commission bancaire en ce qui concerne les moyens financiers et techniques. Une clause de conservation des droits acquis est prévue au bénéfice des marchés en fonctionnement.

Dans le droit fil de la directive MIF, un véritable cadre d'exercice est créé pour les marchés réglementés et les entreprises de marché. Il se caractérise par des obligations auxquelles sont astreints les dirigeants et actionnaires des entreprises de marché en vue d'assurer la gestion saine et prudente du marché (Comofi, art. L. 421-7 à 9). Il se caractérise aussi par la mise en place d'obligations pour les entreprises de marché. Comme maintenant, elles doivent

capacité des entreprises d'investissement à effectuer de telles activités, le ministre de l'Économie devrait en effet prendre un arrêté permettant conformément à l'article L. 531-17 du Code monétaire et financier.

30. On ne peut manquer de relever le caractère paradoxal de cette exigence: il suffit de ne pas respecter l'une des obligations posées par l'AMF pour être en dehors du champ...

31. Voir à ce propos les développements récents effectués dans cette chronique, Banque & Droit n° 113, p. 44.

établir des règles de marché, “transparentes et non discrétionnaires”, assurant “une négociation équitable et ordonnée et fixent des critères objectifs en vue de l’exécution efficace des ordres” et fixant les conditions d’admission de leurs membres (Comofi, art. L. 421-10). Ces règles doivent toujours être approuvées par l’AMF avant leur entrée en vigueur. Par ailleurs, l’entreprise de marché doit disposer de moyens ou procédures lui permettant de détecter, prévenir et gérer les conflits d’intérêts, d’identifier les risques significatifs de nature à compromettre le bon fonctionnement du marché qu’elle gère, de garantir le bon fonctionnement de ses systèmes techniques de négociation; elle doit également avoir des règles de déontologie applicables à ses collaborateurs ainsi que des ressources financières suffisantes pour permettre le bon fonctionnement du marché (Comofi, art. L. 421-11). Elle doit enfin disposer de l’organisation lui permettant de contrôler que ses membres respectent ses règles et de surveiller le bon ordre des transactions, notamment en termes de lutte contre les abus de marché (Comofi, art. L. 421-12).

C’est l’entreprise de marché qui est responsable de l’admission aux négociations, sa seule contrainte étant d’assurer que l’instrument financier soit “susceptible de faire l’objet d’une négociation équitable, ordonnée et efficace” (Comofi, art. L. 421-14). L’accord exprès de l’émetteur n’est requis que si le titre de capital ou de créance concerné n’est pas déjà admis sur un autre marché réglementé européen. L’entreprise de marché peut toujours suspendre ou radier un instrument de la négociation conformément à ses règles, “sauf si une telle mesure est susceptible de léser d’une manière significative les intérêts des investisseurs ou de compromettre le fonctionnement ordonné du marché” (Comofi, art. L. 421-15). Le président de l’AMF peut également requérir cette suspension ou cette radiation, voire provoquer la suspension lorsqu’un “événement exceptionnel perturbe le fonctionnement régulier” du marché. L’émetteur peut enfin “demander” la suspension “afin de permettre l’information du public dans des conditions satisfaisantes”.

Les membres des marchés sont bien sûr les prestataires de services d’investissement, ce sont aussi d’autres personnes admises en cette qualité par les marchés eux-mêmes sous réserve de certaines garanties minimales (Comofi, art. L. 421-17). Dans leurs rapports à qualité de membres, ceux-ci ne sont pas tenus aux obligations découlant des règles de conduite et de la meilleure exécution. Les relations entre l’entreprise de marché et ses membres sont “de nature contractuelle” (Comofi, art. L. 421-18). Les entreprises de marché ne peuvent limiter le nombre de leurs membres prestataires de services d’investissement et doivent, en conséquence, adapter “leur capacité technique aux demandes d’accès dont elles font l’objet” (Comofi, art. L. 421-19); les prestataires de services d’investissement relevant d’un autre État membre peuvent devenir membre, soit par le biais d’une succursale, soit à distance (Comofi, art. L. 421-20).

La loi donne une certaine substance obligations de transparence avant et après négociation des marchés réglementés en renvoyant au règlement général de l’AMF le soin

de les préciser (Comofi, art. L. 421-21 et 22), mais il faut rappeler que ces obligations, au moins en ce qui concerne les actions admises aux négociations sur un marché réglementé, sont entièrement définies par le règlement européen³² qui, en tant que tel, est d’application directe.

Systèmes multilatéraux de négociation

Comme pour les marchés réglementés, la loi reprend la définition de la directive: un système multilatéral de négociation est ainsi “un système qui, sans avoir la qualité de marché réglementé, assure la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimées par des tiers sur des instruments financiers, de manière à conclure des transactions sur ces instruments” (Comofi, art. L. 424-1). Un SMN peut être géré par un prestataire de services d’investissement ou par une entreprise de marché dès lors qu’ils ont été spécialement habilités à cet effet.

Le gestionnaire du SMN en établit les règles de fonctionnement: celles-ci, “transparentes et non discrétionnaires, garantissent un processus de négociation équitable et ordonné et fixent des critères objectifs pour une exécution efficace des ordres” (Comofi, art. L. 424-2). L’AMF peut s’opposer à la mise en application de ces règles.

Le gestionnaire du SMN est tenu de prendre “toute disposition utile” pour favoriser le dénouement efficace des transactions effectuées sur son système (Comofi, art. L. 424-2), contrôler que ses membres en respectent les règles et surveiller le bon déroulement des transactions effectuées, notamment au regard des abus de marché (Comofi, art. L. 424-3). Il a la possibilité de fournir les “moyens d’accès” à son système dans les autres États membres (Comofi, art. L. 424-4). C’est lui qui prononce l’admission à ses négociations des instruments financiers, le président de l’AMF ayant toujours la possibilité de requérir la suspension ou la radiation d’un instrument financier ainsi admis (Comofi, art. L. 424-5).

Les règles du SMN fixent les conditions d’admission des membres, “de façon transparente et sur la base de critères objectifs” (Comofi, art. L. 424-6). Par ailleurs, concernant les obligations de transparence avant et après négociation, pour lesquelles la directive aligne le régime des SMN et des marchés réglementés, les mêmes remarques que précédemment pour ces derniers peuvent être faites (Comofi, art. L. 424-7 et 8).

Les SMN déjà en activité³³ bénéficient également d’une clause de conservation des droits acquis: voir article L. 424-11 du Code pour ceux gérés par une entreprise de marché et article 6 non codifié de l’ordonnance pour ceux gérés par un prestataire de services d’investissement.

Marchés réglementés et SMN relevant d’autres États membres

Il faut noter que les marchés réglementés et SMN relevant d’autres États membres que la France sont expressément autorisés à fournir sur le territoire “les moyens d’accès” à leurs systèmes (Comofi, art. L. 422-1 et 424-9).

32. Règlement (CE) n° 1287/2006 de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d’exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les obligations des entreprises d’investissement en matière d’enregistrement, le compte rendu

des transactions, la transparence du marché, l’admission des instruments financiers à la négociation et la définition de termes aux fins de ladite directive.

33. Comme Powernext ou MTS France.

Internalisateurs systématiques

L'internalisateur systématique est défini par la loi, comme *"un prestataire de services d'investissement qui, de façon organisée, fréquente et systématique, négocie pour compte propre en exécutant les ordres de ses clients en dehors d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation"* (Comofi, art. L. 425-1). On rappelle que dans la perspective de la directive, cette définition est destinée à appréhender les prestataires de services d'investissement captant une certaine part de la liquidité du marché actions pour les astreindre à certaines obligations de transparence avant la négociation.

Le cadre général des obligations attachées au statut d'internalisateur systématique est ainsi posé avec un large renvoi au règlement général de l'AMF (Comofi, art. L. 425-2 à 4), sachant que là aussi les règles applicables sont posées par le règlement européen dans des conditions qui ne laissent pas de marges de manœuvre au plan national.

Chambres de compensation et systèmes de règlement-livraison

On notera que, conformément à la directive MIF, l'accès aux systèmes de règlement-livraison et chambre de compensation est dorénavant ouvert, sous les *"mêmes critères non discriminatoires, transparents et objectifs que ceux qui s'appliquent aux adhérents ayant leur siège social en France"*, aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement ayant leur siège social dans un État membre de la Communauté européenne ou dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen (Comofi, art. L. 330-1 et 440-1). Le système de règlement livraison ou la chambre peut toutefois refuser l'accès à ses systèmes *"pour des raisons commerciales légitimes"* (Comofi, art. L. 330-1 et 440-2).

Par ailleurs, l'AMF peut interdire le recours, par une entreprise de marché ou un gérant de SMN, à une chambre de compensation ou à un système de règlement-livraison d'un autre État européen, *"lorsque cette interdiction est nécessaire pour préserver le fonctionnement ordonné du marché réglementé ou du système multilatéral de négociation concerné"* (Comofi, art. L. 440-3).

Enfin, il faut souligné que la qualité de du croire des adhérents des chambres de compensation n'est plus exigée dans le cadre des marchés réglementés (Comofi, art. L. 440-5).

3. Prestataires de services d'investissement

La directive MIF établissant un cadre d'exercice beaucoup plus détaillé pour les prestataires de services d'investissement, le livre V du Code monétaire et financier est assez largement remanié. Ce remaniement est notamment l'occasion d'étendre l'appellation de société de gestion de portefeuille pour englober aux côtés des sociétés qui exercent à titre principal une activité de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, celles *"qui gèrent un ou plusieurs organismes de placement collectifs [en valeurs mobilières ou immobilières]"* (Comofi, art. L. 532-9).

34. Ce mécanisme, créé par l'ordonnance et dont la tutelle est exercée par l'AMF, est distinct de celui prévu pour les autres prestataires de services d'investissement, mais comme lui, il sera géré par le Fonds de garantie des dépôts (Comofi, art. L. 322-5 et s.).

Agrément

La procédure d'agrément connaît quelques modifications. Parmi celles-ci, on observera surtout l'assouplissement de la règle des quatre yeux pour permettre que, dans des conditions à préciser par un arrêté du ministre, une entreprise d'investissement ou une société de gestion de portefeuille puisse *"être dirigée effectivement par une seule personne"* (Comofi, art. L. 532-2 et 9). Il sera également relevé que les sociétés de gestion de portefeuille, mais seulement si elles fournissent un service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, sont désormais astreintes d'adhérer à un mécanisme de garantie des investisseurs³⁴.

Une clause de droit acquis est prévue au bénéfice des prestataires de services d'investissement déjà agréés (Comofi, art. L. 532-5).

Exclusion

La liste des personnes qui peuvent fournir des services d'investissement sans être agréées en qualité de prestataires de services d'investissement est revue (Comofi, art. L. 531-2). On notera plus spécifiquement qu'il est possible d'exercer le seul service d'investissement de négociation pour compte propre sans agrément sous réserve de ne pas agir *"de façon organisée, fréquente et systématique en dehors d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation, en fournissant un service accessible à des tiers afin d'entrer en négociation avec eux"* ou de ne pas être un teneur de marché, c'est-à-dire une *"personne qui est présente de manière continue sur les marchés financiers pour négocier pour son propre compte et qui se porte acheteuse et vendeuse d'instruments financiers en engageant ses propres capitaux, à des prix fixés par elle"*.

Passeport européen

Les dispositions précisant le régime du passeport européen (Comofi, art. L. 532-16 à 27), dont on soulignera d'ailleurs qu'elles bénéficient aussi aux marchés réglementés et aux SMN, font l'objet d'un certain nombre de modifications. Parmi celles-ci deux paraissent devoir être plus spécifiquement notées.

D'une part, l'AMF est désignée comme le *"point de contact"* spécifié par la directive pour organiser l'échange d'informations et la coopération avec les autorités des autres États membres à charge pour elle d'assurer en cas de besoin la liaison avec la Commission bancaire (Comofi, art. L. 532-19 et 20).

D'autre part, contrairement à la DSI qui prévoyait l'applicabilité des règles de conduite de l'État d'accueil aux personnes faisant usage du passeport européen, la MIF applique beaucoup plus largement les règles de l'État d'origine : les personnes agissant en libre prestation de services le font sous couvert presque exclusif de leurs règles d'origine (Comofi, art. L. 532-18) : les personnes agissant en libre établissement ne sont tenues par certaines des règles de conduite de l'État d'accueil que lorsqu'elles fournissent leurs services *"sur le territoire"* de celui-ci³⁵ (Comofi, art. L. 532-18-1 et 2).

35. Sur cette question qui fera prochainement l'objet d'un développement particulier dans le cadre de cette chronique, on renverra aussi aux commentaires figurant dans cette chronique sous la décision de sanction de l'AMF du 23 novembre 2006 (Banque & Droit n° 112, mars-avril 2007, p. 37).

Obligations

De manière générale, les prestataires de service d'investissement doivent agir "*d'une manière honnête, loyale et professionnelle, qui favorise l'intégrité du marché*" (Comofi, art. L. 533-1).

Ils doivent bien sûr toujours respecter des normes de gestion (Comofi, art. L. 533-2 à 4) dont le contenu n'est pas modifié sauf que, effet de l'approche anglo-saxonne de régulation de la directive, ils ont désormais l'obligation de disposer "*de procédures administratives saines, de mécanismes de contrôle interne, de techniques efficaces d'évaluation des risques et de dispositifs efficaces de contrôle et de sauvegarde de leurs systèmes informatiques*". Leurs procédures comptables doivent en outre être "saines" (Comofi, art. L. 533-5).

Comme les marchés réglementés, les SMN et les internalisateurs systématiques, les prestataires de services d'investissement doivent, dans des conditions à fixer par le règlement général de l'AMF :

- conserver "*les informations pertinentes relatives à toutes les transactions sur instruments financiers qu'ils ont conclues*" (Comofi, art. L. 533-8) ;
- déclarer à l'Autorité les transactions portant sur un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé (Comofi, art. L. 533-9) ;
- rendre publics le volume, le prix et l'heure des transactions conclues en dehors d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation (Comofi, art. L. 533-24).

Dans le droit fil de la directive, les règles d'organisation applicables aux prestataires de services d'investissement sont accrues (Comofi, art. L. 533-10) au travers de l'obligation de mettre en place diverses "*règles et procédures*", notamment en termes de gestion des conflits d'intérêts

Mais c'est au niveau des "*règles de bonne conduite*" que, dans une phraséologie étroitement inspirée de la directive, l'amplification est la plus forte avec l'obligation dans leurs relations avec leurs clients d'agir "*d'une manière honnête, loyale et professionnelle, servant au mieux les intérêts des clients*" (Comofi, art. L. 533-11). Cela se traduit plus notamment par :

- L'obligation d'assurer que les communications à caractère promotionnel, "*clairement identifiables en tant que telles*", "*présentent un contenu exact, clair et non trompeur*" (Comofi, art. L. 533-12, I).
- L'obligation de communiquer les informations "*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*" (Comofi, art. L. 533-12, II).
- L'obligation de constituer "*un dossier incluant le ou les documents approuvés par eux-mêmes et leurs clients, où sont énoncés les droits et obligations des parties ainsi que les autres conditions auxquelles les premiers fournissent des services aux seconds*" et de conclure, sauf en ce qui concerne le service de conseil en investissement, avec les nouveaux³⁶ clients non professionnels "*une convention fixant les principaux droits et obligations des parties*" (Comofi, art. L. 533-14).

- Des obligations de compte rendu (Comofi, art. L. 533-15).

Des obligations de renseignement particulières sont en outre posées :

- Pour le service de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, le prestataire doit ainsi s'enquérir auprès de ses clients "*de leurs connaissances et de leur expérience en matière d'investissement, ainsi que de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement, de manière à pouvoir leur recommander les instruments financiers adaptés ou gérer leur portefeuille de manière adaptée à leur situation*", le non-recueil de ces éléments conduisant le prestataire à devoir s'abstenir de recommander des instruments financiers ou de fournir le service de gestion (Comofi, art. L. 533-13, I).
- Pour les autres services, le prestataire doit demander à ses clients "*des informations sur leurs connaissances et leur expérience en matière d'investissement, pour être en mesure de déterminer si le service ou le produit proposés aux clients ou demandés par ceux-ci leur conviennent*", le prestataire devant, s'il estime que le produit ou service n'est pas adapté ou s'il n'a pas les informations nécessaires, mettre alors en garde ses clients (Comofi, art. L. 533-13, II).

Le service de réception et transmission d'ordres et le service d'exécution d'ordres peuvent toutefois être fournis sans avoir à chercher à recueillir ces informations (*execution only*) si le service porte sur des "*instruments financiers non complexes*", dont la définition est renvoyée à l'AMF et qu'il est fourni "*à l'initiative*" du client, qui a été préalablement informé que le prestataire n'est alors pas tenu d'évaluer le caractère approprié du service ou de l'instrument financier.

Il appartient au règlement général de l'Autorité des marchés financiers de préciser les conditions d'application des règles de conduite "*en tenant compte de la nature du service proposé ou fourni, de celle de l'instrument financier considéré, ainsi que du caractère professionnel ou non*" du client (Comofi, art. L. 533-16). Le client professionnel est "*un client qui possède l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus*", un décret devant en préciser les critères tandis que l'AMF précisera les conditions dans lesquelles il sera possible de passer d'une catégorie à l'autre.

Par ailleurs, la loi pose les grandes lignes du dispositif de meilleure exécution qui constitue l'une des novations de la directive MIF en obligeant les prestataires de services d'investissement à prendre "*toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible pour leurs clients compte tenu du prix, du coût, de la rapidité, de la probabilité d'exécution et du règlement, de la taille, de la nature de l'ordre ou de toutes autres considérations relative à l'exécution de l'ordre*" (Comofi, art. L. 533-18, I). Il est toutefois renvoyé au règlement général de l'AMF pour en préciser les conditions de mise en œuvre, "*en les adaptant selon que les prestataires de service d'investissement exécutent les ordres ou les transmettent ou les émettent sans les exécuter eux-mêmes*".

36. C'est-à-dire ceux qui ne sont pas liés par une convention existante au 1^{er} novembre 2007.

Enfin concernant spécifiquement les sociétés de gestion de portefeuille, il faut observer la suppression de l'interdiction de réaliser des opérations directes entre des comptes clients ou entre un compte client et un compte propre (Comofi, art. L. 533-21). Il faut noter également l'obligation ne résultant pas de la directive MIF qui leur est faite d'exercer *"les droits attachés aux titres détenus par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières qu'elles gèrent dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de parts de ces [organismes] et rendre compte de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote dans des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers"* (Comofi, art. L. 533-22).

4. Autres prestataires de services

Conseillers en investissements financiers

Les dispositions relatives aux conseillers en investissements financiers (Comofi, art. L. 541-1 et s.) sont ajustées. La France ayant exercé l'option permettant de mettre en place un régime particulier au profit d'acteurs nationaux exerçant une activité de conseil en investissement sans bénéficier du passeport européen, il devenait nécessaire d'assurer l'homogénéité des règles destinées à protéger le client sans considération du statut du fournisseur du service : prestataire de services d'investissement ou CIF. Cela se traduit par l'alignement des conditions dans lesquelles doivent être recueillies, préalablement à la fourniture du service, certaines informations auprès du client³⁷ : en ce sens, il faut rapprocher l'article L. 541-5, 4° de l'article 533-13, I.

Il faut par ailleurs souligner que les CIF ont désormais la possibilité de fournir également, mais bien sûr sans bénéfice du passeport européen, un service de réception-transmission d'ordres (Comofi, art. L. 541-1, II).

Agents liés

Les agents liés³⁸, conformément à la directive, sont des personnes auxquelles peuvent recourir les prestataires de services d'investissement pour fournir un service de réception-transmission d'ordres, de placement garanti ou non garanti, de conseil en investissement et, plus généralement pour faire la promotion de leurs services, fournir des conseils sur ces services et démarcher des clients (Comofi, art. L. 545-1).

L'agent lié agit en vertu d'un mandat donné par le prestataire qui *"demeure pleinement et inconditionnellement responsable vis-à-vis des tiers des actes effectués en son nom et pour son compte par ses agents liés, ainsi que des omissions de ces derniers"* (Comofi, art. L. 545-2). Le prestataire doit d'ailleurs surveiller les activités de ses agents liés, *"de manière à pouvoir se conformer en permanence aux dispositions législatives et réglementaires auxquelles ils sont eux-mêmes soumis"* (Comofi, art. L. 545-4).

L'agent lié ne peut recevoir ni fonds, ni instruments financiers des clients (Comofi, art. L. 545-3). Il doit les informer *"de son statut et de l'identité de son mandant lorsqu'il entre en contact avec eux"* (Comofi, art. L. 545-2). L'agent lié établi en France pour le compte d'un prestataire établi dans un autre État membre est assimilé à une succursale (Comofi, art. L. 532-18-1).

Le fichier géré par la Banque de France qui recense les démarcheurs, enregistrera également les agents liés établis en France³⁹ (Comofi, art. L. 341-7-1), sur déclaration du prestataire mandant (Comofi, art. L. 545-5). Cet enregistrement ne peut être effectué qu'après que le prestataire se soit assuré de l'honorabilité et des connaissances professionnelles de l'agent lié concerné.

Il appartient à l'AMF de préciser *"en tant que de besoin"* les conditions applicables aux agents liés (Comofi, art. L. 545-7)

5. Autorités

Les pouvoirs réglementaires du ministre et ceux de contrôle de la Commission bancaire sont étendus aux entreprises de marché dans les mêmes conditions que pour les prestataires de services d'investissement (Comofi, art. L. 611-3 et 613-2). La capacité de la Commission bancaire à faire publier ses décisions de sanction est limitée par le fait que cette publication ne doit pas risquer *"de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause"* (Comofi, art. L. 613-21, III).

Par ailleurs, la formulation d'un certain nombre de dispositions concernant l'AMF est adaptée pour tenir des modifications apportées par ailleurs. On peut notamment noter que la saisine de l'AMF, *"dans le cadre du règlement extrajudiciaire des différends, suspend la prescription de l'action civile et administrative"* (Comofi, art. L. 621-19).

On notera enfin que le dispositif de coopération et d'échanges d'information et de surveillance au plan national et européen est assez largement revu. L'objectif, tout en tenant en compte des modifications apportées par la directive MIF, est de simplifier et de clarifier le dispositif en regroupant toutes les dispositions dans le titre III du livre VI (Comofi, art. L. 631-1 et s.).

37. Il faudra également que le règlement général de l'AMF procède à un alignement en termes de règles de conduite...

38. On rappelle qu'aux termes de la directive, chaque État membre a la possibilité d'autoriser ou non le recours à des agents liés en déterminant pour ceux "immatriculés" sur son territoire s'il leur est possible ou non de gérer, pour le compte et sous l'entière responsabilité de l'entreprise d'in-

vestissement pour laquelle ils agissent, des fonds et/ou des instruments financiers de clients, cette gestion pouvant avoir lieu sur son territoire ou, en cas d'opération transfrontalière, sur le territoire d'un État membre qui l'autorise aux agents liés (directive MIF, art. 23.2, al. 2).

39. Ou établis dans un État membre qui n'a pas autorisé le recours aux agents liés par ses ressortissants (Comofi, art. L. 545-5).

Tenue de compte conservation – Règlement-livraison – Suspens – Tirage sur la masse – Position AMF

Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001.

L'AMF a rappelé les diligences qui incombent aux teneurs de compte conservateur en vue de prévenir tout tirage sur la masse.

La Revue mensuelle de l'AMF⁴⁰ de février dernier comporte une position par laquelle l'Autorité rappelle qu'en application de l'article 332-18 du règlement général un compte titre ne pouvant être débiteur, il appartient au teneur de compte conservateur d'établir les procédures "permettant de faire ressortir toute négociation ou cession susceptible de rendre un solde de compte d'instruments financiers débiteur en date de règlement-livraison" et "prévenant l'avènement d'un tel solde débiteur".

Alors que dans la grande majorité des situations les opérations de règlement-livraison doivent intervenir trois jours après la négociation, l'enjeu est plus notamment d'assurer qu'un teneur de compte conservateur qui est en position à la fois de recevoir et de livrer des titres en suite de négociations ne soit conduit à opérer un "tirage sur la masse" s'il livre les titres sans les avoir préalablement reçus. Pour éviter une telle situation, non seulement, le teneur de compte conservateur doit intervenir dans les meilleurs délais auprès de la contrepartie dont il attend les titres pour les lui réclamer, mais surtout et parallèlement, il doit reconstituer la provision manquante dans sa conservation. Cette reconstitution est le fait, soit d'un emprunt de titres, soit, s'il y a lieu, d'un rachat selon les modalités prévues par les règles du marché ou du système de règlement-livraison considéré ou selon les dispositions contractuelles convenues avec le titulaire.

L'AMF conclut en précisant que les "prestataires doivent accorder la plus grande attention au respect de ces dispositions, tout manquement engendrant nécessairement un suspens ou un tirage sur la masse, étant susceptible de donner lieu à sanction".

Produits dérivés – Nature juridique des contrats à terme sur devises et sur marchandises

Le droit des produits dérivés connaît un renouveau avec le développement des opérations sur marchandises ou autres sous-jacents non purement financiers, comme les quotas d'émission de gaz à effet de serre⁴¹. On se souvient ainsi que, lors des débats préparatoires à la directive MIF, l'un des grands débats juridiques portait sur la distinction entre opérations commerciales ou financières comme cri-

tère d'application de la directive au cas des contrats de dérivés portant sur des marchandises⁴². Outre l'intérêt théorique de la question, la qualification ou non comme instruments financiers à terme de certaines opérations conduit à l'application d'un régime juridique particulier, et plus globalement, aux dispositions issues de la directive MIF et de ses textes d'application. Or, deux documents viennent ranimer la discussion sur les critères permettant de distinguer un contrat commercial d'un contrat financier lorsque le contrat porte sur des marchandises ou des devises.

Le premier texte date déjà d'une année et émane du Trésor britannique⁴³. Interrogée par la Banque d'Angleterre sur l'interprétation à donner à l'annexe C de la directive MIF relative à la définition des produits dérivés quant à son interférence avec la réglementation, ancienne⁴⁴, en vigueur en Grande-Bretagne sur les activités du marché des changes, la direction du Trésor britannique a nettement pris position en considérant que les opérations réalisées sur ce marché sous forme de contrats à terme continuent de répondre à la réglementation particulière émise par la banque d'Angleterre selon laquelle ces opérations sont considérées comme un service d'investissement ou une opération commerciale selon les réponses apportées par une série de tests. Autrement dit, et contrairement à l'interprétation largement retenue dans les autres États membres, la Grande-Bretagne estime que les "forwards" sur devises ne constituent pas, pas nature, des instruments financiers à terme. Si le Trésor britannique reconnaît qu'il convient de ne pas écarter totalement l'application de la directive MIF pour ces opérations, il met en avant une analyse réalisée il y a déjà près de 20 ans selon laquelle les opérations de change sont par nature des opérations commerciale et non des opérations financières⁴⁵. Cette réponse pose plusieurs problèmes. Le premier est d'ordre procédural : dans quelle mesure un régulateur local peut-il donner une opinion quant à l'interprétation à donner à une directive européenne dès lors que celle-ci est d'harmonisation maximum ? Et ce, sans même en avoir discuté au préalable avec les autres régulateurs dans les instances existantes (en l'espèce, le Comité européen des valeurs mobilières, qui regroupe les représentants des États membres). Ne doit-on pas considérer qu'il revient à la seule Commission européenne d'interpréter, sous réserve de ce que pourrait dire la CJCE, les directives d'harmonisation comme la MIF ? Tel est d'ailleurs le cas s'agissant d'autres points faisant débat pour cette directive⁴⁶. On regrettera donc que le Trésor britannique ait considéré l'avis des autres régulateurs comme quantité négligeable. Une telle réaction n'augure rien de bon pour les nombreuses occasions où des divergences d'interprétation entre régulateurs nationaux apparaîtront quant à l'interprétation de la MIF, ou de toute autre directive issue du PASF.

Le second problème touche au fond même du débat, à savoir la nature juridique des opérations de change et

40. Rev. mens. AMF n° 33, févr. 2007, p. 131.

41. Cf. par exemple le cas des quotas d'émission de gaz à effet de serre : H. de Vauplane, "Marché des quotas de gaz à effet de serre : une usine à gaz juridique", Banque Magazine, n° 672, septembre 2005, p. 81.

42. Cf. "CESR's Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, 2nd Set of Mandates" - October 2004, spec. p. 18 à 37.

43. Lettre du Trésor britannique du 21 juin 2006 à la Banque d'Angle-

terre sur la mise en œuvre de la directive MIF en Grande-Bretagne.

44. Regulated Activities Order 2001, Statutory Instrument 2001 n° 544

45. "On the foreign exchange (and bullion) market, forward contracts are generally made solely for commercial purposes by both contracting parties...": Francis Maude's 1988 statement on the regulation of foreign exchange.

46. Cf. ainsi les réponses apportées dans le document ESC - 07 - 2007 sur le champ d'application de la directive MIF.

notamment celles réalisées sous forme de *forwards* ou contrat à terme. Dans un document préparé par le FLMC et d'autres institutions londoniennes, il est indiqué que les contrats de *forwards* sur devises ne sont pas des contrats dérivés "au sens commun du terme". Comme arguments, il est souligné d'une part que si le point 4 de l'annexe I section C de la directive MIF vise bien les opérations sur devises sous forme d'options, de contrats à terme, de contrat d'échange (*swap*) et d'accord de taux futurs ("FRA"), ce paragraphe, comme tous ceux qui suivent et qui ont trait aux produits dérivés, vise le cas des opérations qui sont soit traités dans des lieux (voies) constitutifs d'un marché au sens de la MIF, i.e un marché réglementé, un MTF, ou de gré à gré, soit effectuées en présence d'une chambre de compensation ou d'un mécanisme d'appel de marge. Or, les opérations de change sous forme de contrats de *forwards* ne répondent à aucune de ces qualifications dans la mesure où elles ne sont pas traitées dans un lieu au sens de la MIF ni opérées par une chambre de compensation ou bénéficiant d'appels de marge. Dès lors, ces opérations ne tomberaient pas sous le coup de la qualification d'instruments financiers à terme car n'étant pas visés par celle-ci. L'argumentation nous semble un peu faible et ne pas correspondre à l'intention du législateur européen qui aurait décidé de laisser hors du champ d'application de la directive phare de son PASF un pan entier des opérations financières, à savoir les transactions sur devises. Mais au-delà de l'intention supposée du législateur, l'argument invoqué ne résiste pas à l'analyse textuelle : les points 4, 5, 6, 7 et 10 visent des situations différentes. Ainsi, le point 10 est considéré comme la "voiture-balai" visant tous les produits dérivés non mentionnés dans les autres paragraphes. Quant aux points 5, 6 et 7 ils ne concernent que les seules marchandises, les différences entre chacun de ces paragraphes portant sur le mode de négociation de celles-ci et, s'agissant du point 7, des critères de distinction entre contrats commerciaux et contrats financiers. Reste le point 4 qui vise les instruments financiers à terme avec un sous-jacent financiers, c'est-à-dire portant sur "des valeurs mobilières, des monnaies, des taux d'intérêt ou des rendements ou autres instruments dérivés, indices financiers ou mesures financières". Comme on le voit, les devises sont expressément mentionnées dans ce paragraphe, alors qu'elles ne le sont pas dans tous les autres. Ainsi, la distinction opérée par le Trésor britannique ne nous semble pas pertinente et doit être contredite par la Commission.

47. Practical Derivatives: A Transactional Approach, Globe Business Publishing Ltd., London, 2006

48. ISDA, "Brief and memorandum of law of the international swaps

Le second texte est beaucoup récent et s'inscrit dans le cadre d'un contentieux américain en cours entre National Gas Distributors LLC et Richard Huston II, *trustee* de National Gas Distributor LLC. Il s'agit ici, dans le cadre d'une procédure de faillite, de savoir dans quelle mesure une opération à terme sur marchandises conclue sous forme d'un *forward* avec livraison physique doit être entendue comme un *swap* ou un *forward* au sens de la loi sur la faillite américaine, laquelle prévoit, tout comme en France, un régime dérogatoire au régime de droit commun de la faillite pour les opérations portant sur certains instruments financiers limitativement énumérés aux fins d'appliquer un *close out netting*. On sait qu'un *forward* est généralement défini comme un "accord entre deux parties de négocier un actif à une certaine date dans le futur et à un prix prédéterminé"⁴⁷. Ces contrats se caractérisent par le fait qu'ils ne sont pas standardisés et qu'ils sont, de ce fait, échangés de gré à gré et non sur des marchés réglementés ou assimilés. De même, les actifs sur lesquels ils portent peuvent être de toute nature, un taux d'intérêt, une marchandise, un indice, une devise. Le mode de livraison est librement déterminé entre les parties, soit sous forme de règlement de différentiel, soit sous forme de livraison physique, au choix de l'une des parties selon les termes du contrat. Dans le cadre de ce contentieux, l'ISDA, comme cela lui arrive de temps en temps, a été amené à faire part de son opinion auprès du juge en charge du dossier dans le cadre d'un *Amicus curiae*⁴⁸. La difficulté, propre au droit américain, consiste à savoir s'il y a équivalence dans la loi américaine sur la faillite entre les termes *forward agreement* et *forward contract*, les premiers étant les seuls, selon les plaignants, à bénéficier du régime dérogatoire au droit de la faillite. Au-delà de cet aspect particulier du droit américain, le débat porte sur la question de savoir si les produits dérivés faisant l'objet d'un seul règlement par différence sans livraison physique possible sont seuls à bénéficier de l'exemption au droit de la faillite américaine. Dans son opinion, l'ISDA souligne qu'une telle distinction selon le mode de livraison du contrat ne correspond ni à l'intention du législateur américain ni à l'opinion de la doctrine américaine. Quelle que soit la réponse du magistrat américain, il est intéressant de noter que la question de la qualification juridique de certains produits dérivés est de plus en plus source d'interrogations lors des contentieux. ■

and derivatives association, as amicus curiae, in support of defendant's motion (a) to dismiss trustee's complaint for failure to state a claim under federal rule of bankruptcy", 3 avril 2007.