

Chronique *financière* *et boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, Paris I

Placements boursiers spéculatifs. Mention d'un avertissement de la Cob. Obligation d'informer du contenu de l'avertissement (oui). Absence d'information. Nullité de l'opération (oui)

Cass. com., 3 juillet 2001, Banque Rivaud/Vachellerie et Berton ; voir aussi «Droit des marchés financiers», Litec, 1998, n° 989 et suiv.

Une banque qui reçoit de la Cob des mises en garde relatives à des placements déterminés est tenue d'informer ses clients intéressés par ces placements du contenu de ces mises en garde.

La nature et la portée des avertissements formulés par la Cob lors de l'octroi de son visa pour une opération financière n'ont jamais été clairement définies¹. On sait que ces avertissements sont destinés à informer le public des dangers pouvant résulter pour un épargnant de la souscription ou acquisition de titres lors d'une opération financière. On peut toutefois s'interroger sur leur portée dans la mesure où, outre une alerte du public sur tel ou tel aspect relatif aux éléments comptables ou financiers de l'entreprise, ils mettent parfois en garde les investisseurs sur les risques liés à une opération et pourraient, dès lors, être entendus comme une appréciation sur l'opportunité de souscrire ou non aux instruments financiers visés dans l'opération projetée. Or, l'on sait que la jurisprudence limite la portée du visa², et que depuis l'année dernière la Cob a intégré cette jurisprudence dans sa nouvelle formulation du visa. L'arrêt commenté du 3 juillet 2001 de la chambre commerciale est remarquable dans le sens où il fait supporter aux banques et autres prestataires de services d'investissement un devoir d'information général ne souffrant aucune exception lorsqu'une opération d'appel public à l'épargne fait l'objet d'un avertissement formulé par la Cob.

La Banque Rivaud avait consenti un prêt à ses clients destiné à financer l'acquisition de parts quirkaires d'un navire de plaisance, en vue de bénéficier d'un

régime fiscal avantageux, une petite partie du prêt étant déposée sur un compte bloqué aux fins de garantir le remboursement à la banque du paiement d'une taxe d'octroi de mer pour laquelle elle s'était portée caution. A la suite du non-paiement de diverses échéances, la banque a demandé judiciairement à ses clients le paiement de ces arriérés, auquel ceux-ci se sont opposés en invoquant la nullité du contrat de prêt. Faisant droit à l'argumentation des clients de la banque, la cour d'appel avait alors déclaré nul le prêt consenti et fixé la dette de restitution, dont restaient seulement tenus ces derniers, par imputation sur le capital des sommes déjà versées. La Cour de cassation confirme l'analyse des juges du fond en indiquant, de façon tout à fait générale, «*qu'une banque qui reçoit de la Commission des opérations de bourse des mises en garde relatives à des placements déterminés est tenue d'informer ses clients intéressés par ces placements, du contenu de ces mises en garde ; que la cour d'appel a justement décidé que la banque avait l'obligation de ne pas passer sous silence auprès de ses clients le contenu de l'avertissement [...] qui exposait que la rentabilité de l'investissement était négative et que l'application de ce régime pouvait être contestée par les services fiscaux.*» Outre cette nouvelle responsabilité au titre du devoir d'information, la Cour de cassation déduit du comportement de la Banque Rivaud – nonobstant sa connaissance de l'avertissement et l'absence d'information de ses clients du contenu de cet avertissement, «*alors même qu'un tel avertissement avait toutes les chances de détourner un investisseur*» – l'existence d'une réticence dolosive viciant le consentement de ses clients et conduisant à la nullité du prêt.

• Une attention toute particulière doit être donnée à cette décision. Doit-on en tirer des conclusions générales sur le rapport d'équivalence entre l'existence d'un avertissement formulé par la Cob et un vice du consentement dans les opérations de crédit accompagnant les placements financiers ? Au cas d'espèce, la Banque Rivaud

était directement intéressée au succès des souscriptions de parts de quirats, et donc ne pouvait ignorer l'existence et le contenu de l'avertissement formulé par la Cob. Un commentateur particulièrement au fait de l'affaire litigieuse semble retenir une obligation imposée en termes généraux, indépendamment de toute implication directe de la banque dans l'opération³. Si tel devait être le cas, l'on peut toutefois s'interroger sur la portée d'une telle jurisprudence. Ne convient-il pas d'opérer des distinctions dans les réponses apportées par la Cour de cassation dans sa décision du 3 juillet 2001 précitée ? Si celle-ci met bien à la charge de tout prestataire de services d'investissement une obligation générale d'information pour toute opération faisant l'objet d'un avertissement de la Cob (obligation qui, en pratique, s'avérera très délicate à mettre en œuvre), doit-on généraliser la sanction au titre de la réticence dolosive ? Ne conviendrait-il pas plutôt de cantonner celle-ci aux seuls cas où l'établissement prêteur est aussi directement intéressé aux souscriptions du produit financier objet du prêt ? Ce n'est alors que parce qu'il aurait directement connaissance des risques de l'opération que l'établissement prêteur ne pourrait s'exonérer de son obligation d'information ; il pèserait alors sur lui une présomption quasi-absolue de responsabilité. Reste alors à définir ce que l'on entend par un «intérêt direct». Si l'on doit écarter la simple rétrocession de commission due en sa qualité d'apporteur d'affaires, sans doute doit-on à l'opposé inclure les situations où l'établissement agit en qualité de promoteur du produit. Même réduite à cette interprétation, la présente solution s'avère pleine de dangers pour les établissements financiers : ceux-ci devront-ils s'abstenir de cumuler au sein d'une même entité les activités de prêteur et de promoteur ? L'organisation actuelle des établissements financiers conduit à nettement séparer les activités les unes des autres au nom du principe de «Murailles de Chine» posé par les régulateurs eux-mêmes. Comment affirmer l'indépendance des deux activités au sein du même établissement si dans le même temps la jurisprudence ignore cette ligne de démarcation ? Dès lors, la parade consistera-t-elle à exercer les activités de prêteur et de promoteur dans deux entités juridiques distinctes ?

- L'arrêt retient la nullité du prêt pour vice du consentement. Mais ne serait-ce pas plutôt la nullité de l'opération de souscription qui aurait dû faire l'objet d'une annulation, celle-ci entraînant la nullité du prêt pour défaut d'objet ? Si l'on considère que le prospectus ou tout autre document visé par la Cob constitue la sollicitation⁴, son acceptation par le souscripteur formera le contrat. Dès lors, le souscripteur doit s'engager en connaissance de cause. Les informations contenues dans le prospectus ou tout autre document similaire ont pour but d'assurer la qualité du consentement du souscripteur. C'est en ce sens que la Cob exige que de tels documents comprennent «*toutes les informations nécessaires aux investissements pour fonder leur jugement sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur, ainsi que sur les droits attachés aux instruments financiers offerts*». Ainsi, l'ensemble des renseignements doit permettre au souscripteur de s'engager en étant parfaitement informé. Les informations exigées doivent porter sur l'émetteur, les

titres ou instruments financiers émis et les droits ouverts au titulaire de ceux-ci. L'objectif de cette information est d'assurer la validité du consentement du bénéficiaire de l'offre afin que celui-ci puisse se déterminer en toute connaissance de cause. En conséquence, dès lors que l'information ainsi déterminée n'est pas complète, fautive ou erronée, le consentement du bénéficiaire de l'offre peut être remis en cause, justifiant alors la nullité de la souscription, voire celle du prêt lui-même si l'objet de celui-ci consistait uniquement à permettre la souscription.

- Même limitée à l'interprétation préconisée, la présente décision fait peser sur tout prestataire de services d'investissement une obligation nouvelle dont la mise en œuvre soulève de nombreuses difficultés. Compte tenu de sa formulation, et comme l'a souligné à juste titre le commentateur déjà mentionné, cette décision impose aux établissements financiers d'informer tous leurs clients intéressés par des placements ayant fait l'objet de mise en garde par la Cob du contenu de ces avertissements. Contrairement à l'obligation d'information dégagée par la même chambre de la Cour de cassation au titre des opérations spéculatives sur les marchés à terme, la présente décision ne distingue pas selon le degré de connaissance du client du produit proposé⁵. Dès lors, toute personne désireuse d'effectuer un placement sur un produit objet d'un avertissement doit être informée des risques résultant de ce placement, y compris un investisseur averti. Cependant, alors que cette dernière obligation concerne aussi bien les opérations de gestion sous mandat que celles réalisées directement par un investisseur directement⁶, l'obligation nouvelle de mise en garde ne pèse pas sur la banque lorsque celle-ci agit dans le cadre d'un mandat de gestion ; en effet, dans la mesure où l'obligation nouvelle ne pèse que sur les «clients intéressés par ces placements», il ne peut s'agir que d'investisseur agissant en direct. L'on relèvera que la formulation employée par la chambre commerciale concerne tout type de placement, et ne se limite pas aux seuls placements «fiscaux» ou «spéculatifs». Or, si certains avertissements apposés par la Cob visent particulièrement ce type d'investissement, la plupart des mises en garde formulées par la Commission sont relatives à des opérations classiques d'introduction en bourse⁷, d'augmentation de capital, ou d'émission de titres de créances⁸ où la Cob relève certaines difficultés d'ordres comptable ou financier, mais nullement sur les risques liés à l'opération elle-même⁹. Il semble dès lors excessif d'exiger de tout établissement financier d'avertir de façon particulière ses clients pour ce type d'opération. Toutefois, l'obligation nouvelle ne distinguant pas, il convient de retenir l'interprétation la plus large¹⁰. En pratique, l'information devra être personnalisée et reproduire à l'identique l'avertissement ; pour satisfaire aux exigences nouvelles, les établissements financiers pourraient demander à leurs clients intéressés par des placements assortis d'un avertissement par la Cob de reconnaître expressément l'existence et le contenu de la mise en garde, par exemple en exigeant de faire précéder leur signature du bulletin de souscription ou de tout autre type de document d'une telle reconnaissance ; mieux, ils pourraient aussi demander à ceux-ci de reproduire de

façon manuscrite l'intégralité de l'avertissement au côté de leur signature. Toutes ces formalités ne feront toutefois qu'alourdir le processus de décision, sans que l'on puisse être persuadé de l'efficacité de telles mesures sur la protection de l'épargnant-consommateur.

¹ L'on a pu distinguer deux types de visas : ceux portant essentiellement sur l'information et seulement de façon résiduelle sur l'opération elle-même, et ceux qui correspondent aux hypothèses d'émission de valeurs mobilières et qui constituent un véritable acte d'autorisation : F.-G. Trébulle, L'émission de valeurs mobilières par les sociétés par actions en droit français, thèse Paris II, n° 131 et suiv. p. 131.

² «La Cob, dépassant le simple contrôle formel de l'information, certifie qu'ont été vérifiées la pertinence et la cohérence de l'information [...] ; qu'une telle vérification ne saurait valoir authentification des éléments comptables et financiers contenus dans la note d'information, qui n'engage que les mandataires sociaux et les commissaires aux comptes des sociétés concernées ; que pas davantage le visa de la Cob ne porte sur l'opportunité [de l'opération]» : Paris 7 juill. 1995 : *Bull. Joly Bourse* 1995, § 89, p. 517, note H. de Vauplane ; cf. aussi Paris 13 sept. 1996 : *Banque & droit*, janv.-févr. 1997, n. 51, chron. H. de Vauplane, p. 32 ; Paris 19 mai 1988 : juill.-août 1998 *Banque & droit*, n. 60, p. 35, note H. de Vauplane.

³ P. Leclerc, obs. sous Cass. com. 3 juillet 2001 : www.droit21.fr, 22/08/2001, AJ 282.

⁴ Et ce, même si l'offre est réalisée sous forme d'appel public à l'épargne ; il s'agira alors d'une offre collective, cf. A. Vialard, «L'offre publique de contrat» : *RTD civ.* 1971, p. 750 ; J.-L. Aubert, Notions et rôles de l'offre et de l'acceptation dans la formation du contrat, thèse, Paris 1968. Sur tous ces points, cf. aussi F.-G. Trébulle, L'émission de valeurs mobilières par les sociétés par actions en droit français, thèse Paris II, n° 5 et suiv.

⁵ Jurisprudence Buon : La banque «a le devoir d'informer [son client] des risques encourus dans les opérations spéculatives sur les marchés à terme, hors le cas où il en a connaissance» : Cass. com., 5 sept. 1991 : *RJDA* 1/92, n. 68 ; *RTD com.* 1992, 436 ; *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 292, note F. Peltier.

⁶ Jurisprudence Buon : «[...] que quelles que soient les relations contractuelles entre un client et sa banque [...]» : Cass. com., 5 sept. 1991 : *RJDA* 1/92, n. 68 ; *RTD com.* 1992, 436 ; *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 292, note F. Peltier.

⁷ Par exemple pour l'introduction d'un Trackers : «La Cob attire l'attention du public sur le fait que : rien ne garantit que l'objectif de gestion du Dow Jones Industrial Average Master Unit [...] sera atteint ; la réalisation de l'objectif de gestion du Dow Jones Industrial Average Master Unit implique, compte tenu des contraintes de gestion du portefeuille liées à la réglementation sur les PEA, un très large recours à des instruments financiers négociés sur des marchés réglementés ou de gré à gré, susceptible d'engendrer un risque de contrepartie et un risque de marché ; le cours d'une part du Dow Jones Industrial Average Master Unit négocié sur le compartiment du Pre-

mier marché d'Euronext Paris peut s'écarter de sa valeur liquidative de cette même part, dans la limite de 1.5 % [...] ; en cas d'interruption ou de suspension de la cotation des valeurs composant l'indice Dow Jones Industrial Average ou en cas d'interruption ou de suspension de la cotation de l'indice Dow Jones Industrial Average ou en cas d'impossibilité pour Euronext Paris de calculer ou de publier la valeur liquidative instantanée de Dow Jones Industrial Average Master Unit, il peut s'avérer impossible de coter les parts du Dow Jones Industrial Average Master Unit» : visa n° 01-540 du 11 mai 2001 pour Dow Jones Industrial Average Master Unit.

Ou encore pour l'admission au Second marché : «La Cob attire l'attention du public sur les faits suivants : l'augmentation de capital s'inscrit dans une logique de recapitalisation de la société Cesar décidée par l'AG des actionnaires [...]. Butler Capital dépose parallèlement au lancement de l'augmentation de capital envisagée et sous réserve de la réalisation de celle-ci, une offre publique d'achat sur la base d'une valorisation identique de la société à celle retenue pour l'augmentation de capital. Les différents contrôles et vérifications que les commissaires aux comptes ont effectués [...] concernant l'exercice 2000 ont mis en avant un certain nombre de problèmes récurrents non réglés à ce jour sur les procédures de collecte des informations sociales, sur l'acquisition des titres Hilka, sur l'amortissement des écarts d'évaluation et sur les marges sur stocks [...]» : visa n° 01-670 du 30 mai 2001 pour Cesar.

⁸ Par exemple d'une obligation : «La Commission attire l'attention du public sur le fait que la valeur des titres peut être à tout moment inférieure au pair» : visa n° 01-506 du 4 mai 2001 pour Société générale option Europe. Ou encore pour l'émission d'un panier d'actions : «La Commission attire l'attention du public sur le fait que la société STMicroelectronics, émettrice des actions retenues comme actifs sous-jacents de certains bons d'option, a fait l'observation suivante à l'émetteur des bons d'option : 'afin de limiter les achats purement spéculatifs des actions STMicroelectronics NV, la société ne souhaite pas favoriser le développement des bons d'option dont l'élément sous-jacent est constitué par des actions STMicroelectronics NV'» : visa Cob n° 01-500 du 4 mai 2001 pour BNP Paribas Luxembourg.

⁹ Pour être précis, la Cob distingue différents types d'opérations : les introductions en bourse ; l'admission sur un marché de titres de capital ou de créances déjà émis ; l'émission et l'admission sur un marché réglementé de titres de capital ou de titres de créances ; l'émission/cession de titres sans admission sur un marché réglementé, y compris les fiches techniques relatives à la description de l'instrument financier à terme ; les visas pour les documents «E» ; les programmes de rachat de titres et les documents de référence.

¹⁰ A titre d'exemple, pour le seul moi de mai 2001, sur 267 visas de notes