

# Chronique *financière* *et boursière*



**HUBERT DE VAUPLANE**  
Direction des affaires juridiques  
**BNP Paribas**  
Président AEDBF



**JEAN-JACQUES DAIGRE**  
Professeur de droit, **Paris I**

## Jurisprudence

### **PSI. Insuffisance de couverture. Ordres d'achat de titres non encore cotés. Insuffisance de couverture. Investisseur averti. Responsabilité du prestataire (non).**

*Aix-en-Provence, 1<sup>re</sup> B, 24 juin 2004. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec, 3<sup>e</sup> éd., 2001, n<sup>o</sup> 558 s., p. 509 s., n<sup>o</sup> 991 s., p. 886 s.*

Le PSI qui exécute un ordre alors que le « *deposit* » est insuffisant n'engage pas sa responsabilité dès lors que la couverture n'est prévue que dans l'intérêt de l'intermédiaire et de la sécurité du marché et que le donneur d'ordre, employé de banque dans le secteur financier, ne pouvait ignorer le risque pris. Au surplus le PSI ne pouvait connaître l'éventuelle insuffisance de « *deposit* » dès lors que l'ordre concernait des titres dont le cours était encore inconnu.

Cette décision, qui applique des règles prétoriennees d'aujourd'hui bien assises, mérite néanmoins d'être signalée pour ses circonstances. Le client d'une société de courtage en ligne lui donne un ordre par internet d'acquiescer des titres d'une société en cours d'introduction en bourse. L'ordre est exécuté dès le lendemain pour une somme supérieure au dépôt effectué par le client (« *deposit* »). Sans doute l'évolution du cours du titre n'a-t-elle ensuite pas été favorable, aussi le client tente-t-il

d'engager la responsabilité de la société de courtage en invoquant trois griefs, tous liés à l'insuffisance de couverture. Le premier est classique et se voit écarté d'une manière tout aussi classique : l'obligation de couverture n'est prévue que dans l'intérêt de l'intermédiaire et de la sécurité du marché et non dans celui du donneur d'ordre<sup>1</sup> ; il n'est pas utile d'y insister. Le deuxième ne l'est pas moins, ni la réponse de la cour : le donneur d'ordre ne peut faire grief à la société de courtage de ne pas l'avoir informé de l'aléa couru alors que, se présentant lui-même comme employé de banque dans le secteur financier, il ne pouvait ignorer prendre un risque en spéculant sur l'achat de 150 titres non encore cotés ; à nouveau, dont acte<sup>2</sup>. Le dernier peut également être aisément partagé : la société de courtage n'avait pas de raison de bloquer l'ordre au motif d'un « *deposit* » insuffisant puisque le cours du marché était encore inconnu ; là est l'originalité de la situation soumise à la Cour d'Aix-en-Provence : l'ordre avait été donné la veille de la première cotation des titres d'une société en cours d'introduction. On ne sait quel processus de diffusion des titres avait été retenu, mais il ne s'agissait pas d'une cotation directe puisque le premier échange sur le marché secondaire est intervenu le lendemain. Sans doute s'agissait-il, comme il est habituel, d'une offre à prix ouvert ou éventuellement d'une offre à prix minimum ; dans les deux cas, le prix final de l'offre détermine le premier cours, mais ce prix dépend du niveau des ordres d'achat reçus et ne peut être connu par avance<sup>3</sup>. Cette circonstance ne changeait cependant pas le rôle et la portée de la couverture.

<sup>1</sup> Com. 8 juill 2003, aff. Vantrou : Bull. Joly Bourse 2003, p. 591, note L. Ruet ; Banque & Droit n<sup>o</sup> 91, sept.-oct. 2003, p. 40, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

<sup>2</sup> Com. 8 juill 2003, aff. Sepeau : Bull. Joly Bourse 2003, p. 595, note L. Ruet.

<sup>3</sup> Règles harmonisées d'Euronext, art. P 1.2.12 et P 1.2.15. Voir M. Goldberg-Darmon, *Le droit de l'introduction en bourse*, Banque Editeur, 2003, p.181 s.

**PSI. Avis d'opéré. Clause exonératoire de responsabilité à défaut de contestation. Présomption d'acceptation. Droit pour le client de les contester. Obligation du prestataire de conserver la preuve des ordres reçus.**

Paris, 15<sup>e</sup> B, 30 avril 2004, SARL Import Diffusion c/Barclays.  
Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>e</sup> éd., 2001, n° 921-1, p. 841.

La clause qui dégage la banque de toute responsabilité dans l'exécution d'ordres non écrits et qui les répute définitivement ratifiés faute de contestation dans la journée suivant la réception des avis d'opéré, peut valoir présomption d'acceptation des opérations effectuées par la banque mais ne peut être interprétée comme interdisant au client toute contestation ultérieure et, surtout, ne dispense pas la banque de l'obligation de conserver la preuve des ordres reçus.

La Cour de Paris se rallie à la jurisprudence de la Cour de cassation relative à la portée de la clause de délai de contestation généralement présente dans un avis d'opéré<sup>4</sup>. En l'occurrence, l'avis disposait que la banque était déchargée de toute responsabilité dans l'exécution d'ordres non écrits, et réputait ceux-ci définitivement ratifiés faute de contestation par les clients dans la journée de sa réception. La clause était pour le moins brutale, mille raisons pouvant expliquer que le client n'ait pu prendre connaissance de l'avis d'opéré dans un délai aussi court. Là résidait sans doute sa faiblesse. Mais au-delà de cet aspect d'équité, la cour a pris soin de fonder et ajuster juridiquement son rejet : la clause peut valoir présomption d'acceptation des opérations mais ne peut être interprétée comme interdisant au client une contestation ultérieure. Autrement dit, comme la Cour de cassation<sup>5</sup>, la Cour de Paris retient la distinction suivante : si le client conteste dans le délai contractuel une opération figurant sur le relevé, la charge de la preuve de la réalité de l'ordre revient à la banque ; mais s'il la conteste après l'expiration du délai, la charge de la preuve s'inverse et lui incombe : il lui revient de prouver qu'il n'a pas donné l'ordre contesté. La clause est donc interprétée comme relative à la détermination de la charge de la preuve, non comme créant une prescription contractuelle abrégée.

Cependant, l'arrêt va plus loin et ajoute un élément très important en pratique. Il ne s'arrête pas à une conception théorique de la charge de la preuve, mais entreprend sa répartition et se préoccupe de son administration. La cour rappelle que le prestataire a l'obligation d'établir et de conserver la preuve des ordres reçus<sup>6</sup> et considère que, par voie de conséquence, il doit la produire, qu'il ait la charge de la preuve ou non ; à défaut, il endosse le risque probatoire. Il ne faut en effet pas avoir une conception absolue de la charge de la preuve, mais une conception réaliste tenant compte de la capacité de chacun d'apporter des éléments de preuve. Il est de règle que si, en principe,

la charge de la preuve incombe à celui qui émet une prétention (art. 9 NCPC), chaque partie est néanmoins tenue d'apporter son concours à la manifestation de la vérité en justice (art. 10 C. civ.) et si l'une d'elles détient un élément de preuve, le juge peut, à la requête de l'autre partie, lui enjoindre de le produire et tirer toutes conséquences d'un refus injustifié (art. 11 et 142 NCPC). En l'occurrence, la banque n'avait conservé aucune preuve des ordres qu'elle prétendait avoir reçus, alors que c'est une obligation réglementaire<sup>7</sup>. Aussi, la cour la condamne-t-elle parce qu'elle ne prouve pas ce qu'elle aurait dû être en mesure de prouver. L'essentiel est de retenir qu'il ne faut pas avoir une vision manichéenne de la charge de la preuve, d'une part, parce que jurisprudence et doctrine modernes reconnaissent de plus en plus souvent au juge le pouvoir de la répartir entre les parties en fonction de leurs possibilités probatoires respectives, d'autre part, parce que le mécanisme de la production des preuves permet à la partie qui supporte en principe la charge de la preuve d'y faire collaborer l'adversaire qui détient des éléments utiles et certains. Mais, dans l'hypothèse des avis d'opéré, cela conduit à largement atténuer la charge de la preuve pour le client, même passé le délai contractuel de contestation, puisqu'il revient encore au prestataire de produire les éléments qui doivent nécessairement être en sa possession (enregistrement téléphonique et ticket horodaté) et qui suffisent à faire la preuve de la réalité de l'ordre ou de son absence. *Mutatis mutandis*, les clients des banques devraient être dans la même situation.

La cour aurait pu faire une autre lecture de la clause et y voir une courte prescription. La jurisprudence admet en effet que des parties abrègent le délai d'une prescription légale, sauf s'il est exceptionnellement d'ordre public<sup>8</sup>. C'est cependant à la condition que cela ne les prive pas de toute possibilité d'agir<sup>9</sup>. Or, un délai d'un jour, comme en l'espèce, au lieu d'un délai de dix ans (art. L. 110-4 C. com.), est sans doute trop réduit. Aussi, si la cour avait retenu cette qualification, la clause aurait-elle pu être éliminée. En ne se situant pas sur ce terrain et en préférant la qualification de clause probatoire, elle a certes diminué sa portée, mais en a sauvé le principe. Il reste que l'on peut s'interroger pour savoir si, même sous l'angle probatoire, il ne s'agissait pas d'une clause pouvant être jugée abusive au sens du Code de la consommation, sous réserve que celui-ci trouve à s'appliquer. En effet, l'art. L.132-1 déclare abusives « les clauses qui ont pour objet ou pour effet de créer, au détriment du non-professionnel ou du consommateur, un déséquilibre significatif entre les droits et obligations des parties au contrat ». La jurisprudence a confié ce pouvoir au juge complémentarément au pouvoir exécutif. Or, en l'espèce, on peut se demander si un délai de contestation limité au jour de la réception de l'avis d'opéré ne créait par entre la banque et son client un déséquilibre excessif au détriment de ce dernier.

4 Com. 3 nov. 2004 : D. 2004, n° 42, AJ, p. 3063, obs. V. Avéna-Robardet.  
5 Cf. note précédente.

6 Art. 3-3-10 du RG du CMF, aujourd'hui art. 321-51 du RG de l'AMF.

7 Art. 3-4-3 s. du RG du CMF, aujourd'hui art. 321-78 s. du RG de l'AMF.

8 Com. 21 janv. 1992 : RJDA 2/92, n° 206, p. 153. Com. 12 juill. 2004 : RJDA 11/04, n° 1286, p. 1144.

9 Th. Bonneau, *Droit bancaire*, Domat Monchrestien, 5<sup>e</sup> éd., 2003, n° 369.

## OSRD. Défaillance de l'acheteur. Débit du compte-courant. Liquidation d'office. Annulation.

Paris, 15<sup>e</sup> B, 2 avril 2004, Société Candel and Partners et représentants c/SA Banque Tansatlantique. Voir Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>e</sup> éd., 2001, n° 567 s., p. 516 s.

La banque qui, en raison de la défaillance du client qui lui avait donné un ordre à « service à règlement différé », simultanément débite le compte-courant et crédite le compte-titres de ce dernier, réalise le règlement attendu du client et lui transfère les titres. Dès lors, celui-ci doit être réputé ne plus être défaillant, le paiement étant intervenu par le débit de son compte-courant. Aussi, faute d'avoir contre-passé les écritures, la banque ne pouvait plus procéder à la liquidation d'office de la position du client et vendre les titres.

Voilà une affaire originale par le conflit qu'elle révèle entre les règles de l'OSRD et celles du compte-courant. En l'espèce, un client avait ouvert un compte-courant et un compte-titres auprès d'une banque et lui avait donné l'ordre d'acheter des actions avec règlement différé. L'évolution du cours ayant été défavorable, l'ordre a été plusieurs fois reporté jusqu'à ce que l'effondrement du titre fasse naître une dette du client telle que la banque a décidé de procéder à la liquidation de sa position. Elle l'a mis en demeure de régulariser sa situation, puis, face à la persistance de sa défaillance, a le même jour, 31 octobre 2002, débité le compte-courant du prix d'achat des titres et crédité son compte-titres des valeurs achetées pour, dès le lendemain, 1<sup>er</sup> novembre, commencer à vendre les titres sur le marché et créditer au fur et à mesure le compte-courant et débiter parallèlement le compte-titres, le solde débiteur définitif du compte-courant étant ensuite réclamé au client. Ce dernier s'est insurgé contre cette façon de faire et a prétendu qu'au moment où la banque avait vendu les titres il n'était plus juridiquement défaillant, ce qui rendait la liquidation d'office irrégulière. Contrairement au tribunal de commerce, la cour le suit et condamne la banque à lui restituer les titres vendus.

Le « service à règlement différé » a remplacé l'ancien « Règlement mensuel » en septembre 2000<sup>10</sup>. Désormais, l'investisseur peut toujours différer le règlement de son ordre d'achat, mais entre-temps les titres appartiennent au membre du marché, dans l'attente de leur inscription au compte de l'acheteur (art. 4-1-35 du Règlement général de l'ex-CMF applicable à l'affaire, aujourd'hui art. 517-3 du RG de l'AMF). Si le donneur d'ordres ne remplit pas son engagement dans le délai prévu, le prestataire procède à la liquidation partielle ou totale de la position (art. 4-1-35-1 du RG du CMF, aujourd'hui art. 517-7 du RG de l'AMF). Les règles Euronext de la Bourse de Paris reprennent et explicitent ces principes et précisent que si le donneur d'ordre n'a pas remis au membre du marché les fonds le jour de l'échéance, celui-ci peut, sans mise en demeure préalable, procéder à la revente des instruments financiers

non payés, aux frais et aux risques du donneur d'ordre défaillant (art. P.2.1.4 auquel renvoie l'art. P.2.2.6). Tel est bien ce qu'a réalisé la banque en l'espèce: après mise en demeure de compléter la couverture, elle a procédé à la revente des titres de manière échelonnée du 1<sup>er</sup> au 21 novembre 2002 et a demandé au client de régler le solde.

À s'en tenir à ce premier aspect des choses, nulle difficulté n'aurait dû naître et le donneur d'ordre aurait dû être condamné à payer, mais il se trouve que la banque a cru bon de régulariser ces opérations par des écritures en compte. Elle a d'abord et simultanément débité le compte-courant du client du montant des sommes dues au titre de l'achat des valeurs et crédité son compte-titres des actions achetées, ce qu'elle a fait le 31 octobre 2002, la date ayant une importance particulière. Elle a ensuite crédité le compte-courant du client du prix de revente des titres au fur et à mesure qu'elle y a procédé et débité corrélativement son compte-titres jusqu'à épuisement. Ce faisant, elle a mis le doigt dans un engrenage fatal. En effet, il est de règle que l'entrée d'une créance au compte-courant vaut paiement et lui fait perdre son individualité pour la transformer en un simple article du compte qui entre dans le solde et modifie celui-ci à due concurrence. Autrement dit, l'inscription d'une créance en compte vaut règlement<sup>11</sup>. De même, il est de règle que l'inscription au compte de l'acheteur de titres cotés vaut transfert de propriété (art. L.431-2 C. mon. fi.)<sup>12</sup>. A cela s'ajoute que le client a expressément pris acte de ces opérations et mis en garde la banque « contre toute distraction ou aliénation de nos titres, que ce soit à votre profit ou à tout tiers ». La réaction du client a été particulièrement habile car la cour en a déduit que, l'inscription au compte-courant ayant produit son effet, le client n'était plus défaillant, ce qui aurait dû interdire à la banque de procéder à la liquidation d'office. En effet, la dette du client à l'égard de la banque ne provenait plus de l'exécution d'un ordre à service à règlement-livraison différé, car celui-ci s'était dénoué par un règlement en compte, mais du solde débiteur du compte-courant, ce qui est autre chose. La cour croit pouvoir ajouter que si la banque avait estimé avoir procédé à des imputations erronées en compte, il lui était loisible, à la réception du courrier de mise en garde du client, de procéder à la contrepassation immédiate des écritures, comme la convention de compte courant l'y autorisait expressément. Mais, sous réserve de ce que dit précisément cette convention, dont le contenu n'est pas rapporté, il est douteux que la banque aurait pu procéder ainsi, postérieurement à la réception de la lettre, celle-ci valant acceptation des écritures. Il faut se souvenir que le compte-courant est une convention et que l'on peut se demander si l'acceptation d'une écriture permet encore de la contrepasser. La contrepasation est l'inscription d'une créance de sens inverse, ce qui suppose que le banquier ait une créance de remboursement et que celle-ci existe réellement; on pourrait estimer en l'espèce qu'en inscrivant à tort sa créance née de l'achat des titres

<sup>10</sup> Communication Parisbourse SBF SA concernant la modernisation du marché à règlement mensuel: Bull. Joly Bourse juillet-août 2000, n° 82, p. 388.

<sup>11</sup> Th. Bonneau, *Droit bancaire*, 5<sup>e</sup> éd., Domat Montchrestien, n° 338, p. 217.

<sup>12</sup> Pour les cessions de titres cotés sur un marché réglementé: art. L. 431-2, al. 1<sup>er</sup>, C. mon. fi. règle aujourd'hui étendue à toute cession, en bourse ou hors bourse, de toutes valeurs mobilières, cotées ou non (art. L.228-1 C. com. issu de l'ordonnance du 24 juin 2004).

pour le compte du client, la banque l'a enrichi sans cause, ce qui lui a fait acquérir une créance d'indemnisation du même montant. Mais, en acceptant expressément les écritures, le client n'a-t-il pas bloqué toute contrepassation? Celle-ci repose sur la convention des parties et l'acceptation de l'écriture pourrait être interprétée comme une convention postérieure contraire. La banque n'aurait alors d'autre possibilité que de saisir un juge pour faire établir sa créance d'indemnisation et condamner le client à paiement.

On aurait pu se demander si le compte monétaire ouvert par le client était bien un compte courant. Il ne suffit pas que celui-ci ait été une société commerciale, ni que l'autre partie ait été une banque pour qu'il se soit agi d'un véritable compte-courant. Il faut que les parties aient eu véritablement l'intention de régler la totalité de leurs opérations réciproques par inscription en compte, ce qui correspond au double critère retenu prétorieusement par la jurisprudence : la généralité des remises réciproques et l'intention de réaliser un règlement global par inscription en compte<sup>13</sup>. Mais il semble qu'en l'espèce il n'y ait pas eu l'ombre d'un doute dans la mesure où une convention expresse de compte-courant avait été convenue et signée et où la banque n'en a pas contesté la nature. C'est d'ailleurs ce que confirment les opérations rapportées par l'arrêt, puisqu'on y découvre que les ouvertures de crédit accordées par la banque pour permettre au client de constituer la couverture l'avaient été par écriture en compte.

À ce propos, la cour reproche à la banque d'avoir procédé à cette écriture le 31 octobre alors que la liquidation n'aurait dû intervenir que le 1<sup>er</sup> novembre, jour d'ouverture du marché suivant le terme de l'OSRD (art. P.2.2.6 des règles Euronext). Mais l'inscription en compte ne doit pas être assimilée à la liquidation d'office de la position du client. Elle est distincte et relève du règlement des relations entre les parties. En revanche, la cour aurait pu en tirer argument pour reprocher à la banque de ne pas avoir complètement respecté le délai de 60 jours qu'elle avait accordé au client avant résolution de l'ouverture de crédit, ce qui est autre chose, mais pouvait avoir la même conséquence. En effet, la banque avait semble-t-il accepté que la couverture soit constituée par un découvert en compte, qu'elle avait accordé au client. Face à la défaillance du client, elle a dénoncé son concours à échéance du 1<sup>er</sup> novembre, en application des dispositions de l'art. L.313-12 du Code monétaire et financier. Or, elle a procédé à l'inscription en compte de sa créance de remboursement le 31 octobre, soit 24 heures trop tôt, ce qui permet à la cour de le lui reprocher. Le point est accessoire et ne concerne que le fonctionnement du compte, il n'en est pas moins venu fragiliser un peu plus la position de la banque.

Peu importe en revanche que la liquidation ait été entamée trop tôt, la jurisprudence décide qu'elle n'est pas pour autant nulle et que cela engage simplement la responsabilité de l'intermédiaire, selon ce qu'a déjà jugé la même chambre de la Cour d'appel de Paris<sup>14</sup>. La liquidation d'office de la position du client défaillant consiste en la vente forcée en bourse de ses titres à l'initiative du prestataire, sans préavis, sans intervention d'un agent d'exécution et sans autorisation préalable d'un juge ni sans recours devant le juge de l'exécution, car il ne s'agit pas d'une procédure civile d'exécution mais d'une voie privée exceptionnellement autorisée pour la sécurité des opérations et du marché<sup>15</sup>. En tout état de cause, il s'agit de vendre les titres du donneur d'ordres défaillant. Mais en l'espèce, s'agissant d'un OSRD, les titres appartenaient au prestataire ; cependant, il ne lui était pas loisible de les vendre à sa guise puisqu'il ne les détenait en propriété que provisoirement, pour les transférer à terme au donneur d'ordres. Il s'agit donc d'une propriété fiduciaire, d'une propriété fonctionnelle qui ne confère pas, contrairement à ce que dispose l'art. 544 C. civ., le droit absolu au titulaire d'en jouir et d'en disposer. Par conséquent, seul le régime de la liquidation d'office lui permettait de vendre des titres. Les dispositions de la liquidation d'office sont d'ailleurs suffisamment compréhensives pour englober cette situation. L'art. 4-2-26 du RG de l'ex-CMF (aujourd'hui art. 531-27 du RG de l'AMF) prévoit en effet, sans autre précision, que « *les adhérents peuvent procéder à la liquidation d'office partielle ou totale des engagements ou positions d'un donneur d'ordres qui n'a pas respecté ses obligations relatives aux règlements des opérations de marché ou aux couvertures ou garanties mentionnées à l'art. 4-2-25...* », ce qui ne vise pas expressément ni exclusivement l'hypothèse dans laquelle le donneur d'ordres serait déjà propriétaire des titres exécutés.

Enfin, la banque invoquait le bénéfice de l'article L.431-3 C. mon. fi., qui prévoit que le défaut de règlement à la date prévue emporte acquisition des instruments financiers par l'intermédiaire du teneur de compte qui s'est substitué à son client défaillant. Mais la cour écarte l'application de cette règle pour la raison que la défaillance du client n'était pas acquise en raison même de l'inscription en compte-courant. Au surplus elle a beau jeu d'ajouter que ce texte n'a pas vocation à s'appliquer dans l'hypothèse d'un ordre à service à règlement-livraison différé dans la mesure où l'intermédiaire est en ce cas propriétaire des titres tant que le règlement ou la livraison ne sont pas intervenus (art. 4.-1-35 RG CMF ; art. 517-3 RG AMF).

Il n'en reste pas moins que cette affaire met l'accent sur une imparfaite conciliation entre les règles du SRD et celle de la liquidation d'office.

<sup>13</sup> Com. 9 avril 2002, deux arrêts : RJDA 8-9/02, n° 922 et 923, p. 783 et 784 ; Com. 1<sup>er</sup> juillet 2003 : RJDA 1/4, n° 97, p. 80.

<sup>14</sup> CA Paris, 15<sup>e</sup> A, 18 mars 2003, Droit des sociétés, juin 2003, n° 113, p. 30, note Th. Bonneau.

<sup>15</sup> Si l'on y voit une voie d'exécution, il s'agit d'un pacte commissaire exceptionnellement permis par les règles spéciales du droit boursier, mais si, comme Thierry Bonneau et France Drumond (*Droit des marchés financiers*, Economica, 2001, n° 931, p. 704), on y voit simplement une opération de sens contraire, la référence au pacte commissaire est inutile, s'agissant non d'une voie d'exécution mais d'une opération de marché,

non de l'appropriation de la chose remise en gage mais de sa vente ; cette analyse est confortée dans l'hypothèse d'un OSRD, où l'intermédiaire professionnel est propriétaire fiduciaire des titres jusqu'à l'échéance (Th. Bonneau, note sous CA Paris, 15<sup>e</sup> A, 18 mars 2003 : Droit des sociétés, juin 2003, n° 113, p. 31). Sur la liquidation d'office, voir J.-J. Essombé-Moussio, *La liquidation d'office des positions insuffisamment couvertes* : Mélanges AEDBF-France, 1999, Banque Editeur, p. 191. L. Ruet, vis, Ordres de bourse, 2004-1, n° 194, p. 180, in Dictionnaire Joly Bourse et produits financiers.

## PSI. Responsabilité civile. Liquidation d'office. Défaut de préavis : faute. Défaut de préjudice : absence de condamnation.

Paris, 25<sup>e</sup> B, 14 mai 2004, X. c/Boursorama. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>e</sup> éd., 2001, n° 567, p. 516.

Dès lors que les dispositions contractuelles édictées par une société de bourse, qui ne sont au demeurant que l'application des textes réglementaires, prévoient qu'elle n'est pas autorisée à liquider des positions sans avoir au préalable demandé au client de compléter ou reconstituer sa couverture et avoir observé un délai franc d'un jour de bourse, celle-ci engage sa responsabilité en ne s'y conformant pas.

Peu importe qu'un message électronique se soit affiché à l'écran de l'ordinateur du client lorsqu'il s'est connecté pour consulter son compte dans la mesure où celui-ci, tout en indiquant le montant de l'insuffisance de couverture, ne sollicitait que la réduction non chiffrée de l'engagement du client et ne saurait par conséquent valoir demande de compléter ou reconstituer la couverture au sens des dispositions contractuelles précitées.

Cependant, dans la mesure où le client ne démontre pas qu'il aurait été en mesure d'exécuter son obligation dans les 24 heures et où il résulte de l'évolution ultérieure du marché boursier qu'il n'aurait jamais été en mesure de les céder dans de meilleures conditions, la preuve d'un préjudice n'est pas rapportée et le client doit être débouté.

Cet arrêt, déjà commenté <sup>16</sup>, n'a sans doute pas de grand intérêt théorique, mais a certainement un intérêt pratique. Confirmant un jugement du Tribunal de grande instance de Paris <sup>17</sup>, il statue en deux temps. Premier temps : il admet le principe de la responsabilité du prestataire qui liquide d'office la position d'un client pour insuffisance de la couverture sans avoir pris soin de le mettre préalablement en demeure, alors que la convention convenue entre les deux parties le prévoyait expressément et accordait au client un délai de 24 heures pour régulariser. Second temps : il écarte la responsabilité du prestataire pour défaut de préjudice du client. Le raisonnement est parfaitement justifié et avait d'ailleurs déjà été suggéré par un auteur <sup>18</sup>.

Sur le premier aspect, il est logique de reprocher au prestataire de n'avoir pas respecté les obligations contractuelles expressément stipulées dans la convention qu'il a fait signer au client prévoyant que le professionnel « demande au titulaire de compléter ou de reconstituer sa couverture en cas d'insuffisance de couverture » et que « passé le délai d'un jour de bourse franc à partir de cette demande, (il) est en droit de procéder, sans aucune mise en demeure, à la liquidation de toute ou partie des positions insuffisamment couvertes, ainsi qu'à la vente ou au rachat des titres sous dossier pour couvrir un solde espèces débiteur ». On remarquera simplement qu'il ne s'agit pas d'imposer une mise en demeure avant de procéder à la liquidation, ce que ne prévoient d'ailleurs pas les textes,

<sup>16</sup> Voir Note Laurent Ruet sous l'arrêt : Bull. Joly Bourse septembre-octobre 2004, p. 639.

<sup>17</sup> TGI Paris, 7 novembre 2001 : Bull. Joly Bourse janvier-février 2002, p. 16, note L. Ruet.

<sup>18</sup> L. Ruet, vis, Ordres de bourse, 2004-1, n° 131 : Dictionnaire Joly

mais d'une obligation de demander au client de compléter ou reconstituer la couverture dans le délai d'un jour franc. Le vrai est que le résultat est le même, le défaut de respect de ce processus préalable pouvant être imputé à faute au professionnel. Il reste que, en l'espèce, la cour paraît sévère dans son application de la règle aux circonstances. En effet, le client avait eu connaissance de l'insuffisance de la couverture par un message électronique, qui lui demandait de réduire son engagement. La juridiction refuse cependant d'y voir une demande de compléter ou reconstituer la couverture au sens des dispositions contractuelles. C'est une interprétation que l'on peut ne pas partager, d'autant que le client était, semble-t-il, un investisseur averti. Il n'y a pas de formule sacramentelle, il suffit qu'il n'ait pas pu se tromper, ce qui a déjà été admis par une autre chambre de la Cour d'appel de Paris <sup>19</sup>. Le message paraissait cependant ne pas rappeler le délai de 24 heures.

Sur le second point, l'arrêt intéressera particulièrement les prestataires car sa solution trouvera souvent à s'appliquer. La cour refuse de condamner le professionnel car la preuve était faite que le client aurait été dans l'incapacité de compléter la couverture dans le délai de 24 heures et que l'évolution ultérieure du cours du titre est demeurée défavorable. Le commentateur précité <sup>20</sup> se demande s'il faut lier les deux conditions (absence de preuve de liquidité suffisante et tendance boursière défavorable) ou si l'on peut se satisfaire de l'une ou de l'autre. Il nous semble qu'une seule suffit à écarter tout préjudice.

## COB. Sanction administrative du dirigeant. Recours de l'épouse (non).

Paris, 1<sup>er</sup> H, 8 juin 2004 ; Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>e</sup> éd., 2001, n° 1070, p. 954.

Le caractère personnel attaché aux sanctions pécuniaires prononcées par la COB implique que leur contestation soit réservée à la personne qui en fait l'objet.

Cet arrêt ne mérite qu'un signalement. Le dirigeant d'une société a été condamné par la COB à une sanction pécuniaire pour diffusion d'informations inexactes, imprécises et trompeuses. Son épouse, liée matrimoniale à lui par une société d'acquêts, et le représentant des créanciers de la procédure collective ouverte contre lui, sans doute à la suite d'une action en comblement du passif ou d'une extension de procédure, ont exercé un recours contre la décision de condamnation de la COB. La cour les déclare irrecevables, aucun des deux n'étant autorisé à agir. Elle fonde sa décision sur le caractère personnel des sanctions prononcées par la COB, qui lui paraît impliquer que tout recours soit réservé à la personne qui en fait l'objet. La juridiction précise sa position en indiquant que « la sanction est une décision de condamnation rendue à l'issue d'une procédure qui, bien que de nature administrative, vise, comme en matière pénale, par le montant élevé des sanctions et la publicité qui leur est donnée, à punir les auteurs de

Bourse et produits financiers.

<sup>19</sup> CA Paris 15<sup>e</sup> A, 20 janv. 2004 : Bull. Joly Bourse 2004, p. 201, note L. Ruet.

<sup>20</sup> - L. Ruet, op. et loc. cit.

*faits contraires aux normes générales édictées par les règlements de la Commission et à dissuader les opérateurs de se livrer à de telles pratiques* ». La décision doit être approuvée, tant dans son dispositif que dans ses motifs. Il est vrai que les sanctions pécuniaires prononcées par la COB s'apparentent à des sanctions pénales, même si elles n'en sont pas, et il est légitime de leur étendre les principes qui régissent cette matière. C'est ce que dispose la Convention européenne des Droits de l'homme à l'article 6.1 pour les droits de la défense, mais il faut logiquement admettre que cela vaut également dans l'hypothèse ici tranchée. Il est en effet raisonnable d'étendre aux sanctions administratives le principe de la personnalité des peines né dans la sphère pénale <sup>21</sup>. Or, ce principe commande corollairement le principe de la personnalité des recours. Aussi la cour en tire-t-elle une double conséquence, que l'on approuvera. D'une part, l'épouse du dirigeant condamné ne peut exercer un recours, même liée patrimoniallement à lui par une société d'acquêts ou une communauté. D'autre part, l'organe de la procédure collective chargé normalement de le représenter ne peut agir sans que le débiteur soit parti au recours.

### **Ordres de bourse. Absence de préaffectation. Sanction (oui).**

*Décision sanction AMF Tocqueville Finance du 9 septembre 2004, Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec, 3<sup>e</sup> éd., 2001, n° 1087-1.*

Le recours à des comptes d'attente et l'absence de préaffectation des ordres par un intermédiaire financier sont contraires aux obligations professionnelles de ce dernier.

Pendant trop longtemps certains intermédiaires ont cru pouvoir s'affranchir de la règle de préaffectation des ordres lors de la passation d'ordres dits globaux, ce qui explique l'intérêt du régulateur sur cette question. En l'espèce, la société de gestion Tocqueville Finance – qui a fait l'objet d'une condamnation par le CDGF en 2003 pour d'autres pratiques non professionnelles vis-à-vis de sa clientèle <sup>22</sup> – procédait au « stockage » des titres achetés pour le compte de ses clients en affectant d'abord ceux-ci sur un compte d'attente. L'enquête opérée par le régulateur a révélé que cette pratique – qui conduisait à retarder le moment de l'affectation des opérations effectuées aux comptes des clients en les conservant sur des comptes d'attente – entraînait un écart important (parfois supérieur à 20 %) entre le cours moyen d'exécution au jour de l'affec-

<sup>21</sup> Voir M. Degoffe, *Droit de la sanction non pénale*, Economica, 2000.  
<sup>22</sup> Cf. Rapport AMF 2003, p. 164.

<sup>23</sup> C'est d'abord à l'émetteur de l'ordre groupé qu'incombe le soin de la définition préalable, avant de transmettre l'ordre en question soit au marché s'il en est membre, soit à un autre prestataire. Si le prix répondu est le même pour tous (réponse au cours moyen), il reste néanmoins à définir avant l'exécution de l'ordre la clef de répartition en fonction des quantités servies : Bull. CMF févr. 1999, n° 15, p. 46 ; CDGF, décision de sanction Sofival du 30 juin 2003 : Rapport annuel AMF 2003, p. 164 où le conseil a sanctionné une société de gestion pour la pratique d'affectation différée notamment du fait que le risque d'affectation privilégiée était renforcé par la réalisation d'opération d'allers/retours lorsque l'ordre de vente était passé avant même que l'ordre d'achat ait été affecté. Cf. aussi CDGF, décision de sanction du 4 juillet 2003 : Rapport annuel AMF 2003, p. 165.

<sup>24</sup> Cf. CAIC, décision AMF du 18 mars 2004, Rev. AMF n° 3,

tation des titres aux comptes des clients et le cours de bourse auquel il était négocié le même jour sur le marché. De tels faits sont manifestement contraires aux principes édictés par le règlement COB n° 96-03 aux termes duquel le « *prestataire veille à réduire de manière aussi brève que possible le délai total d'exécution des ordres depuis leur enregistrement initial jusqu'à l'exécution et la comptabilisation des opérations* » et dispose des moyens « *permettant de justifier en détail l'origine, la transmission et l'exécution des ordres, et notamment l'individualisation des opérations effectuées [...]* ». Les règles générales d'affectation des ordres globaux permettent ainsi d'éviter que certains donneurs d'ordres soient privilégiés tant en ce qui concerne les quantités allouées que les prix répondus <sup>23</sup>. À cet égard, il convient de rappeler que l'obligation de vérification de la règle de pré-affectation des ordres ne porte pas uniquement sur le prestataire en relation avec sa clientèle, mais aussi sur le prestataire recevant un ordre unique de la part d'un gérant pour exécution sur le marché <sup>24</sup>. C'est donc sans surprise que la Commission des sanctions de l'AMF prononce un blâme et une sanction pécuniaire à l'encontre de la société Tocqueville Finance pour « *avoir recouru aux comptes d'attente de façon inacceptable pour des titres liquides, qu'elle n'a pas été en mesure de justifier d'une règle de préaffectation des ordres et qu'un nombre important d'opérations a été réalisé effectivement sans préaffectation* ».

### **Introduction en bourse. Défaut de la banque garante. Responsabilité de l'introducteur (oui).**

*Trib. Com., Paris 11 mai 2004, Quadrimex/EFI, Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec, 3<sup>e</sup> éd., 2001, n° 1087-1.*

Le manque de diligence d'un intermédiaire financier lors d'une introduction en bourse peut être source de responsabilité contractuelle vis-à-vis de l'émetteur.

Les mises en cause de la responsabilité des introducteurs se multiplient, tant du fait des porteurs que des sociétés émettrices elles-mêmes <sup>25</sup>. S'il semble de plus en plus clair que la responsabilité de l'intermédiaire financier investi d'un mandat d'introduction ne saurait être assimilée à une obligation de résultat, le rôle de l'introducteur et son professionnalisme dans la réalisation de l'opération peuvent conduire les magistrats à examiner les conditions de mises en jeu de sa responsabilité vis-à-vis de la société émettrice pour inexécution partielle du contrat d'introduction sur le fondement de la responsabilité contractuelle. L'« échec » d'une introduction en bourse (c'est-à-dire l'absence totale

mai 2004, p. 29, et ABN Amro Securities France, décision AMF du 29 avril 2004 : Rev. AMF n° 3, mai 2004, p. 91 ; Banque & droit n° 96, juill.-août 2004, p. 35, obs. H. de Vauplane et J.-J Daigre.

<sup>25</sup> Cf. Trib. com. Paris, Médikéo/BNP Paribas, Banque & droit n° 93, janv.-fév. 2004, p. 35, obs. H. de Vauplane et J.-J Daigre et L. Ruet, Bull. Joly Bourse, 2004, § 36, p. 193 ; Trib. com. Paris, 17 janvier 2001, Banque & droit n° 78, juill.-août 2001, p. 41, obs. H. de Vauplane et J.-J Daigre ; Trib. com. Paris, 5 février 2001, Groupe de l'Olivier/EFI, Banque & droit n° 83, mai-juin 1983, p. 25 ; obs. H. de Vauplane et J.-J Daigre ; Paris, 27 février 2001, Banque & droit n° 79, sept.-oct. 2001, p. 28, obs. H. de Vauplane et J.-J Daigre et Bull. Joly bourse 2001, § 66, p. 371 ; Paris, 28 janvier 2000, RTD Com., 2000, p. 399, note N. Rontchevsky

de mise de titres sur le marché, autrement dit la non-exécution du contrat d'introduction jusqu'à son terme – soit du fait de l'émetteur, soit du fait de l'introducteur, soit pour force majeure –, et non la baisse des cours de bourse postérieure à l'introduction qui ne peut être analysée juridiquement comme un échec) n'est pas elle-même constitutive d'une faute de l'introducteur si celui-ci a exécuté son contrat avec les diligences habituelles d'un professionnel du secteur. Cela peut être, par exemple, le cas, lorsque l'introducteur a non seulement exécuté ses obligations de façon non professionnelle mais n'a que partiellement exécuté le contrat, laissant son cocontractant (la société émettrice) dans une situation justifiant la demande de dommages-intérêts. Tel est le cas en l'espèce où un intermédiaire financier qui, pour l'aider à mener à bien sa mission, s'est adjoint les services d'une banque garante qui s'est finalement révélée défaillante quelques jours avant l'introduction. Les juges consulaires retiennent ainsi la responsabilité de l'établissement introducteur sur le fondement de l'article 1142 du Code civil au motif que l'introducteur n'a pas assuré avec professionnalisme la coordination des opérations et notamment l'intervention, dans les délais nécessaires, de l'engagement formel de l'établissement bancaire garant avec son client, mais aussi pour avoir présenté au visa de la COB une note inexacte sur la garantie de l'établissement bancaire qu'elle avait choisi. C'est donc le manque de diligence du professionnel qui justifie sa condamnation, ce qui est une question d'appréciation des faits au cas par cas.

### **COB. Sanction administrative. Nullité de la décision tenant à la composition de la COB. Possibilité pour la cour d'appel de soulever d'office le moyen tiré de la nullité (oui).**

*Cass. com.*, 23 juin 2004, SA Olitec c/ Cob; Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>e</sup> éd., 2001, n° 1069 et suiv. p. 951 et suiv.

La procédure des injonctions et des sanctions de la Cob n'est pas soumise aux dispositions du NCPC. L'évocation d'office devant la cour d'appel est justifiée par l'absence de contrôle des conditions d'indépendance et d'impartialité.

La cour d'appel – appelée à se prononcer sur la validité d'une sanction prononcée par la COB – peut valablement, devant la nullité de la procédure de sanction pour vice de forme, décider de soulever d'office le moyen tiré de cette nullité et statuer au fond. On se souvient que par deux arrêts rendus par la COB à l'encontre d'une société émettrice pour manquement aux règles en matière d'information financière, celle-ci avait considéré que dès lors qu'elle prononçait la nullité de la décision sans prononcer

26 Cf. Paris, 5 mars 2002, Banque & droit n° 83, mai-juin 2002, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre, p. 22 et Paris, 27 juin 2002, Banque & droit n° 85, sept.-oct. 2002, p. 28, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

27 Paris, 7 mars 2000: Banque & droit, n° 70, mars-avr. 2000, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

28 Art. L. 621-30 du C. mon. fin.

29 Cf. J.-J. Daigre, « *Recours contre les décisions de la future Autorité des marchés financiers: compétence administrative ou judiciaire?* »: RD. Bancaire et bourse, 2003, p. 197; M.-L. Coquelet, « *Recours contre les décisions de l'AMF: la nouvelle partition du dualisme juridictionnel* »: *Mélanges AEDBF-France IV*, Banque éd. 2004, p. 119.

30 Outre la décision déjà commentée dans cette chronique Cour d'appel

celle de la procédure antérieure, elle pouvait évoquer l'affaire et statuer au fond<sup>26</sup>, ce qui constituait une évolution par rapport à la décision de la même cour dans l'affaire KPMG qui avait estimé que la nullité prononcée affectait l'ensemble de la procédure, et donc rendait impossible tant l'évocation au niveau de la cour d'appel elle-même que le renvoi devant la COB<sup>27</sup>. En rejetant le pourvoi initié par la COB, la Cour de cassation a clairement reconnu la possibilité pour la cour d'appel se prononçant sur la nullité d'une sanction de la COB (et aujourd'hui de l'AMF) d'évoquer d'office l'affaire et statuer au fond. En l'occurrence, la Cour approuve d'abord les juges du second degré d'avoir annulé la décision de la COB au motif que celle-ci « *ne comportait pas l'indication du nom des membres ayant délibéré, ne permettait pas de contrôler qu'elle avait été rendue dans les conditions d'indépendance et d'impartialité requises* ». Elle les approuve ensuite d'avoir statué au fond et prononcé une condamnation.

L'importance de la décision rendue par la Cour de cassation doit cependant être mise en perspective avec la redistribution des pouvoirs entre le juge judiciaire et le juge administratif en ce qui concerne les recours contre les décisions de sanctions de l'AMF, et ce au profit de ce dernier<sup>28</sup>. Ce recentrage vers le juge administratif pour les sanctions prononcées à l'encontre des professionnels conduit à une marginalisation de la compétence du juge judiciaire qui ne cadre plus qu'une compétence résiduelle et donc exceptionnelle<sup>29</sup>.

### **Dérivés de crédit (CDS). Difficultés d'interprétation de la convention ISDA. Pouvoir du juge.**

*Eternity Global Master Fund Ltd. v. Morgan Guaranty Trust Co. of New York, United States Court of Appeals, Second Circuit, 9 juillet 2004.*

Devant l'ambiguïté dans la rédaction d'une convention cadre ISDA, le juge peut interpréter le sens des mots employés; en l'espèce il peut considérer que le mot « *volontaire* » appliqué à une conversion de dette argentine doit être entendu comme « *obligatoire* » au sens de la définition de l'événement de crédit Restructuration de la convention ISDA.

Si les contestations judiciaires en matière de dérivés de crédit sont rares<sup>30</sup>, elles ont toutefois tendance à se multiplier ces derniers temps<sup>31</sup>, à l'image de la croissance de ce marché. Ce qui frappe à cet égard dans ces contentieux, c'est que ceux-ci portent plus sur des difficultés d'interprétation du contrat que dans les problèmes juridiques de fond comme la qualification de ces instruments en produits d'assurance ou en garantie. La présente affaire en fournit une nouvelle illustration.

de Londres, Nomura v. CSFB, 13 février 2003: Banque & droit, n° 89, mai-juin 2003, p. 32; signalons aussi la décision rendue par le Southern District of New York Ursa Minor Ltd. et al. V. Aon Financial Products Inc. et al. 2000 US Dist. Lexis 10166 at 7-8 (SDNY 2000) qui portait sur la validité d'un engagement de faire au titre d'un CDS.

31 Signalons la récente action judiciaire initiée par HSH Nordbank contre Barclays en Angleterre en matière de *Collateralized Debt Obligation* (CDO) où la banque nordique reproche à la banque britannique et l'un de ses véhicules ad hoc d'avoir structuré un CDO de façon trompeuse (« *misleading* »): the Economist, « *A row over credit derivatives* », 25 septembre 2004, p. 87.

À la suite des problèmes rencontrés par l'État argentin au dernier trimestre 2001, Morgan Guaranty Trust Co (MGTC) a été attiré devant les tribunaux de New York par un *hedge fund* (Eternity). MGTC avait vendu une protection sous forme de CDS sur les risques inhérents aux investissements effectués par ce fonds sur des produits de dette souveraine de l'État argentin. En couverture de cette position, MGTC a acheté de la protection en concluant un autre « *credit default swap* » avec une banque coréenne. Suite aux difficultés économiques rencontrées, l'Argentine annonce, le 1<sup>er</sup> novembre 2001, les modalités de son plan de restructuration, en demandant principalement aux détenteurs nationaux des titres d'État argentin d'accepter une prolongation de la maturité des titres avec un intérêt fixé à 7 %, alors que ces mêmes titres avaient un coupon initial de 27 % ! Cette première circonstance fut suffisante pour certains observateurs (dont les agences de notation) à considérer l'Argentine en défaut. Le 8 novembre 2001, le fonds déclenche sa protection en envoyant une notification d'événement de crédit à MGTC en s'appuyant sur la récente annonce du gouvernement argentin de restructuration de sa dette. Le 19 novembre 2001, le gouvernement argentin précise le détail de cette restructuration consistant en un « *voluntary debt exchange* » des porteurs d'obligations d'État contre des prêts d'une maturité plus longue mais garantis par des revenus fiscaux. Les obligations d'État d'origine sont placées en trust et en cas de défaut de paiement de l'État sur les prêts, les porteurs recouvrent leurs droits sur les obligations placées en compte sécurisé. De son côté, MGTC estime que si la banque coréenne devait satisfaire à ses obligations de paiement à son égard au titre du CDS, elle considère qu'elle ne doit pas payer la protection au fond qui était sa contrepartie dans les contrats où elle était vendeuse de protection. La question juridique était la suivante : dans quelle mesure l'échange de dette volontaire pouvait-il être qualifié comme une Restructuration au sens des cas d'événements de crédit prévus dans la convention cadre ISDA ? La difficulté tenait au fait que la rédaction employée par le document ISDA évoque un transfert obligatoire (« *mandatory transfer* ») et non volontaire. Tout le

débat a donc consisté à analyser les conditions réelles du transfert et vérifier si – au-delà de la terminologie employée – l'échange était volontaire ou obligatoire. Après avoir considéré en première instance que l'opération d'échange de titres ne pouvait s'analyser comme un cas de Restructuration emportant événement de crédit du fait qu'un échange volontaire ne correspond pas à la définition du contrat ISDA 1999, le juge d'appel – après avoir considéré l'ambiguïté de la définition ISDA<sup>32</sup> – donna finalement raison au fonds Eternity.

Que retenir de cette décision ? Sur le fond, le problème de droit évoqué n'a plus lieu d'être depuis la modification de la définition de « *restructuring* » dans l'ISDA 2003. Plus importante sans doute est l'incertitude laissée par ces contrats cadres, et ce malgré (ou à cause ?) une rédaction de plus en plus complexe et précise. Deux remarques rapides sur ce point. La première peut se formuler sous forme d'interrogation : dans quelle mesure l'incertitude juridique liée au risque d'interprétation judiciaire favorise-t-elle le développement de l'innovation financière ? Il s'agit là d'une question sur laquelle les économistes débattent et qui tient compte du modèle judiciaire américain du « précédent »<sup>33</sup>. Sans rentrer dans le détail, l'on peut constater que l'effort de clarification souhaité par les praticiens des marchés conduit à une complexification de la norme juridique, ne pouvant que conduire à des difficultés d'interprétation que le juge doit trancher. Ce qui ouvre – et ce sera notre deuxième remarque – des perspectives intéressantes quant à la validation de la théorie de Ronald Dworkin du droit comme « *modèle d'interprétation* », non pas au sens de l'herméneutique littéraire où le sens des mots et la tournure des phrases sont moins importants souvent que l'œuvre considérée comme un tout, que dans le cadre d'une conception herméneutique du droit comme intégrité c'est-à-dire qui insiste sur « *le fait que les affirmations juridiques sont des jugements d'interprétation qui combinent donc des éléments rétrospectifs et prospectifs* »<sup>34</sup>. Ce qui augure – compte tenu de la matière contractuelle de l'activité des produits dérivés – encore de beaux jours pour les juristes ! ■

32 « *The term 'mandatory transfer' as it appears in § 4.9 of the ISDA definitions is not self-reading, and is therefore ambiguous if it could suggest more than one meaning when viewed objectively, in the context of each CDS agreement and the 'customs, practices [and] usages... as generally understood' in the credit derivatives trades.* ».

33 Cf. M. Berlin & Y. Leitner, « *Legal Systems and Contractual Innovations* » : Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2 décembre 2003.

34 R. Dworkin, *L'empire du droit*, PUF, 1994, p. 247.