

# Chronique *financière* *et boursière*



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



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

## Actualités jurisprudentielles

**Opérations spéculatives. Obligation d'information de l'intermédiaire.**

**Défaut ou insuffisance : responsabilité.**

**Exception : client averti. Couverture.**

**Protection de l'intermédiaire et du marché.**

**Défaut ou insuffisance : absence de responsabilité civile de l'intermédiaire.**

Paris, 27 octobre 2003, SAS CICA A c/SA Bourse Direct; CA Paris, 10 novembre 2003, Masset c/Natexis; Com. 10 octobre 2003, Polsinelli Bon c/société CPR Gestion; Com. 18 février 2004, Tumbarello c/Oddo; CA Bruxelles, 21 mars 2002, De Peckecy et autres c/SA Riga. V. H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers, Litec, e éd.*, 2001, n° 989 et s., p. 886 et s., n° 928 et s., p. 849 et s.

1<sup>re</sup> espèce : s'agissant d'une société, la notion de client averti doit s'apprécier non seulement dans la personne du dirigeant, mais également dans celle du préposé investi de la mission et du pouvoir de passer les ordres.

2<sup>e</sup> espèce : l'investisseur qui a déjà réalisé de nombreuses opérations sur le marché au comptant et sur le marché à règlement mensuel est suffisamment averti des risques encourus.

3<sup>e</sup> espèce : est un opérateur averti, celui qui a réalisé, en toute conscience des risques encourus, des opérations sur un seul titre, qui a reçu l'ensemble des documents relatifs aux opérations effectuées et a été invité par la société de bourse à diminuer ses engagements ou à en assurer la couverture.

4<sup>e</sup> espèce : un client ne peut reprocher à la société de bourse de ne pas avoir appelé une couverture à 100 % dès lors que rien n'oblige celle-ci à exiger un tel montant.

5<sup>e</sup> espèce : c'est à celui qui est légalement ou contractuellement tenu d'un devoir d'information ou de conseil d'établir qu'il a satisfait à son obligation.

6<sup>e</sup> espèce : le courtier en ligne peut utiliser internet pour communiquer avec son client et, en particulier, lui réclamer la reconstitution de la couverture.

La question générale de la responsabilité civile de l'intermédiaire financier dans les opérations spéculatives réalisées par un client et la question particulière de sa responsabilité dans l'hypothèse d'un défaut ou d'une insuffisance d'appel de couverture, bien que réglées par une jurisprudence que l'on peut désormais considérer comme assise, continuent d'alimenter le rôle des juridictions, en France et à l'étranger. A cela, plusieurs raisons : les tentatives, parfois désespérées, de boursicoteurs, qui sont allés en bourse au plus haut et ont subi de plein fouet les kracks successifs de ces deux dernières décennies (en particulier en 1987 et 2002) ; la publicité parfois trop optimiste de certains intermédiaires (gains garantis...) ; l'espoir un peu vain ouvert par la jurisprudence Buon de 1991<sup>1</sup>, qui laisse croire à certains qu'il suffit de ne pas être un professionnel de la chose financière pour obtenir gain de cause contre l'intermédiaire, ce qui est loin d'être le cas, car nul n'est tenu d'aller en bourse et nul ne peut se plaindre d'avoir pris des risques et ne peut invoquer sa propre inconscience. Rappelons, en effet, que la jurisprudence décide maintenant avec constance que, d'une part, l'intermédiaire financier est tenu d'une obligation d'information renforcée à l'égard du client qui entend réaliser des opérations à terme, mais qu'une telle information n'est pas due au client averti, qui est non seulement celui qui, par formation ou par profession, est au fait de la complexité des opérations à terme et des risques encourus, mais plus largement celui qui a pu prendre conscience de leur dangerosité. Autrement dit, le client averti est entendu très largement, comme celui qui a pu prendre conscience des risques des opérations spéculatives, soit parce qu'il en a été informé, soit parce qu'il en a déjà accomplies. La jurisprudence décide, d'autre part, que l'exigence d'une couverture suffisante pour les opérations à terme est destinée à protéger l'intermédiaire professionnel et le marché, ce dont le client ne peut pas se prévaloir à titre personnel. Le défaut ou l'insuffisance de couverture n'est donc pas une faute civile que le client pourrait repro-

<sup>1</sup> Cass. com. 5 septembre 1991, affaire Buon: RTD Com. 1992, p. 436, obs.

M. Cabrillac et B. Teyssié; Bull. Joly Bourse 1993, p. 292, note F. Peltier.

cher à l'intermédiaire financier, même si l'appel de couverture peut avoir un effet positif, celui d'alerter l'investisseur sur les risques courus. Telle est, résumée, la position récemment réaffirmée par la Cour de cassation, par un arrêt qui se présente comme un arrêt de principe <sup>2</sup>.

Quelques décisions nouvelles s'inscrivent dans cette ligne.

**Première espèce.** La décision de la cour d'appel de Paris du 27 octobre 2003 apporte trois précisions. La première, la plus intéressante, est relative à la notion de client averti. Lorsqu'il s'agit d'une société, donc d'un être moral, qui peut être considéré comme le client, pour apprécier s'il s'agit d'un néophyte ou d'une personne avertie? En l'espèce, il semblait établi que le dirigeant (président d'une SAS) n'avait pas d'expérience personnelle. Mais la cour juge que cela ne suffit pas à permettre à la société d'invoquer le défaut d'information et qu'il faut tenir compte de la connaissance que pouvait avoir celui qui a effectivement réalisé les investissements. Elle décide que « *l'inexpérience du dirigeant est sans relation directe de cause à effet avec les pertes enregistrées par la société lorsque les ordres litigieux sont passés, non par celui-ci, mais par un préposé investi de sa confiance, dont il n'est pas établi qu'il n'était pas éclairé sur les risques inhérents aux opérations litigieuses* ». Par conséquent, pour une société, pour savoir s'il s'agit d'un client averti ou non, il ne suffit pas de tenir compte de la compétence du dirigeant, il faut également tenir compte de celle du salarié investi de la mission de procéder aux opérations, ce qui correspond à la logique de l'organisation des entreprises.

Par ailleurs, la cour juge que « *lorsque la société de bourse a seulement été chargée d'exécuter les ordres, même si elle est par ailleurs investie d'une mission de tenue de compte-conservateur et de compensateur, l'investisseur demeure seul responsable de ses choix, faute de lui avoir donné un mandat de gestion ou de prestation de conseil* », ce qui correspond effectivement à la distinction entre les métiers liés à la transmission des ordres et ceux relatifs à la gestion de portefeuille. Même chargée de dénouer les négociations conclues (compensateur), de comptabiliser les opérations et de conserver les titres (teneur de compte-conservateur), la société de bourse n'engage pas sa responsabilité à raison des choix d'investissement faits par son client.

Enfin, la cour estime que, de même que l'investisseur ne peut pas se prévaloir du défaut ou de l'insuffisance de couverture, il ne peut pas invoquer le fait que sa position insuffisamment couverte n'a pas été immédiatement soldée, ni le fait que son ordre non couvert a malgré tout été exécuté, ce qui est dans la logique de la solution de principe.

**Deuxième espèce.** La cour de Paris juge que l'investisseur était parfaitement informé des risques encourus « *étant donné qu'il a utilisé le système de règlement mensuel, puis le service de règlement et de livraison différée, pour spéculer à la hausse et à la baisse, en se livrant à de nombreux "allers-retours", afin d'accroître sa couverture et son portefeuille boursier* » et qu'il s'est donc comporté en

opérateur averti. L'arrêt note en particulier que le client avait régulièrement reçu les avis d'opéré et les relevés de compte, et considère que, grâce à cela, il avait été parfaitement informé de l'obligation de couverture lui incombant, de la situation de son compte et des risques. L'information renforcée due au client néophyte qui se lance dans des opérations à terme doit en effet être préalable à l'entrée en relation avec la société de bourse, mais peut également résulter de la prise de connaissance des conséquences des opérations menées, d'où l'importance, ici comme en droit bancaire, des relevés envoyés par la société de bourse, qu'il s'agisse des avis d'opéré ou des relevés de compte.

**Troisième espèce.** La chambre commerciale de la Cour de cassation confirme ce qui précède. Elle juge que sont des investisseurs avertis ceux qui « *connaissaient déjà les règles de fonctionnement du marché au comptant et du marché à règlement mensuel sur lesquels ils réalisaient de nombreuses et importantes opérations depuis plusieurs années* » et qui avaient régulièrement reçu « *en plus des relevés de compte mensuels récapitulant les opérations réalisées sur l'un et l'autre marché, des avis d'opéré comportant l'indication du résultat potentiel hors frais ou du résultat net pour chacun des ordres donnés, des relevés des positions dénouées et les positions latentes* », ce qui révélait l'existence d'une information régulière particulièrement précise et devait permettre à un client normalement constitué de prendre conscience des risques pris. On voit à nouveau, l'importance des documents rendant compte des opérations accomplies envoyés par l'intermédiaire financier (relevés d'opéré et relevés de compte), dont l'envoi et la réception sans protestation par le client permettent de présumer qu'il en a pris connaissance – ou aurait dû en prendre connaissance – et a donc pu prendre conscience des risques des opérations accomplies – ou aurait dû en prendre conscience –. La bourse est un marché risqué, ce que chacun sait ou doit savoir; certaines opérations sont plus dangereuses que d'autres, par leur caractère spéculatif et l'effet de levier qu'elles comportent; chacun doit en être informé. Au-delà, nul ne peut être protégé contre sa propre inconscience ou témérité. La seule vraie justification des gains exceptionnels qu'un investisseur peut réaliser grâce à des opérations spéculatives est les risques proportionnels encourus.

**Quatrième espèce.** Dans son arrêt du 18 février 2004, la chambre commerciale de la Cour de cassation rejette un pourvoi pour des raisons comparables. Elle constate, avec la cour d'appel, que l'investisseur « *avait entrepris, de fin juillet à fin août 1998, en toute conscience des risques encourus, des opérations sur un seul titre, lesquelles avaient entraîné les pertes litigieuses, avait reçu à son domicile l'ensemble des documents relatifs aux opérations effectuées dont il avait l'entière et parfaite maîtrise* » et que la société de bourse « *avait été particulièrement diligente puisque... elle l'avait invité à diminuer ses engagements ou à assurer la couverture* ». On voit donc, à nouveau, l'importance pratique de l'envoi des avis d'opéré et des relevés de compte.

<sup>2</sup> Cass. com. 8 juillet 2003, affaire Ventrou : Banque & Droit n° 91, septembre-octobre 2003, p. 48, chron. H. de Vauplane et J.-J. Daigre; Bull.

Joly Bourse 2003, p. 591, note L. Ruet.

**Cinquième espèce.** Signalons un arrêt de la cour d'appel de Bruxelles du 21 mars 2002 <sup>3</sup>, qui statue également sur la question de la couverture et de la responsabilité de l'intermédiaire financier. En l'espèce, la cour ne statue pas directement sur les conséquences du défaut ou de l'insuffisance d'appel de couverture. Elle constate au contraire qu'en l'espèce, la société de bourse avait pris soin de procéder à des appels complémentaires successifs au fur et à mesure de la montée des risques pris par les opérateurs. Ce qu'elle juge, c'est qu'à défaut de précision dans les textes belges, il appartient à l'intermédiaire financier d'apprécier le montant de la couverture qui doit être appelée et qu'une couverture à 100 % n'est nullement imposée ni nécessaire. Elle juge enfin que la société de bourse, simple intermédiaire en l'espèce, avait un devoir d'information et d'alerte, qu'elle a rempli, mais n'avait pas un devoir de conseil. En particulier, s'agissant de positions prises sur des warrants particulièrement spéculatifs, la cour estime que « *les appelants ont pris librement et en pleine connaissance de cause des risques importants qu'ils doivent donc assumer* ». Elle ajoute, ce qui pourra intéresser les spécialistes, que, « *pour le surplus, il n'est pas démontré que lorsque l'on achète des calls, comme les appelants l'ont fait, il faut nécessairement acheter en même temps des puts de manière à éviter une catastrophe financière* ». Il est vrai qu'il est aujourd'hui de stratégie très répandue de ne pas prendre de position dans un sens en matière d'option sans prendre de position équivalente dans l'autre sens. Mais, si cette tactique se recommande par sa prudence, elle n'a rien d'obligatoire, surtout pour celui qui entend prendre un vrai risque pour tenter sa chance au maximum. C'est la différence entre une opération de simple arbitrage et une opération véritablement spéculative.

**Sixième espèce.** Dans son arrêt du 7 janvier 2004, la chambre commerciale de la Cour de cassation rend une décision qui présente un intérêt particulier dans une hypothèse parallèle mais distincte, celle d'un mandat de gestion (de fait) confié au banquier, avec autorisation donnée à celui-ci de réaliser des opérations spéculatives (ce qui résultait de documents internes et de l'absence de protestation des clients à réception des avis d'opéré). Le point important est que la Cour de cassation censure l'arrêt d'appel pour avoir présumé à partir d'indices indirects que le banquier avait rempli son devoir d'information. Elle pose en principe que « *c'est à celui qui est légalement ou contractuellement tenu d'un devoir d'information ou de conseil d'établir qu'il a satisfait à son obligation* ». Cette affirmation n'a rien d'étonnant, d'une part, parce que telle est la règle générale en matière de charge de la preuve, d'autre part et surtout parce que telle est aujourd'hui la position unanime de la jurisprudence en matière de devoir conseil en général, qui estime qu'il revient au professionnel d'apporter la preuve qu'il l'a rempli, ce qui l'oblige en pratique, quel qu'il soit, avocat, médecin, notaire ou banquier, à s'en réserver la preuve par écrit <sup>4</sup>.

**Septième espèce.** L'arrêt de la cour d'appel de Paris du 20 janvier 2004 vient statuer sur le média que peut utiliser une société de bourse pour informer et rendre compte

à son client. En l'espèce, l'investisseur avait passé des ordres par internet et reprochait à la société de bourse avec laquelle il était en relation de l'avoir invité à reconstituer la couverture par le truchement d'un simple message électronique. Il invoquait la décision de l'ex-CMF n° 2004-04, toujours en vigueur <sup>5</sup>, qui exige que le prestataire mette en demeure le client de compléter ou reconstituer la couverture, et estimait qu'en l'espèce l'utilisation de la messagerie électronique n'était pas suffisante. La cour refuse de le suivre, estimant que le message électronique était dénué d'ambiguïté et constatant qu'il avait été confirmé par deux messages téléphoniques laissés sur le répondeur du client et par une lettre. Il faut admettre que l'argumentation du client était peu susceptible d'être entendue. D'une part, en effet, parce que l'article 8 de la décision du 30 août 2000 de l'ex-CMF n'impose aucune forme particulière et prévoit même que la mise en demeure peut être faite par tout moyen. D'autre part, parce que s'agissant d'ordres transmis par Internet, le client était malvenu de contester l'utilisation du même média par la société de bourse. Il l'était d'autant plus que l'intermédiaire professionnel avait en l'espèce pris des précautions plus que suffisantes. La cour est sensible à cette logique du média choisi et décide « *que le courtier en ligne, pour qui internet constitue un moyen privilégié de dialogue, a suffisamment observé les prescriptions réglementaires* ».

<sup>3</sup> Bruxelles, 21 mars 2002 : Revue de droit commercial belge 2004/2, p. 193, obs. J.-P. Buyle et M. Deliernieux.

<sup>4</sup> Cass. civ. 1re, 25 février 1997 : Bull. Civ. I, n° 75 ; voir Ph. Le Tourneau et L. Cadiet, Droit de la responsabilité et des contrats, Dalloz, n° 3689, p. 806. Sur la preuve de l'exécution de l'obligation d'information du

banquier et de l'intermédiaire financier, voir F. Boucard, Les obligations d'information et de conseil du banquier, PUAM, 2002, n° 602, p. 484.

<sup>5</sup> Décision CMF n° 200-04 du 30 août 2000, relative à la couverture des ordres avec service de règlement et de livraison différés.