

La notion d'investisseur averti



Jean-Guillaume d'Hérouville*
Avocat à la cour de Paris
Gide Loyrette Nouel

A l'instar d'une notion existant dans la réglementation financière de plusieurs pays étrangers, on a beaucoup parlé récemment en France de la notion d'investisseur averti à l'occasion des projets de refonte de la réglementation du démarchage et de l'appel public à l'épargne (APE).

L'idée est d'assouplir cette réglementation en réservant la protection des règles de l'APE aux émissions ou cessions de titres à la «foule anonyme des souscripteurs», et d'autoriser parallèlement ces mêmes opérations, lorsqu'elles s'adressent à des investisseurs avertis, dans des conditions de visa et d'information beaucoup plus souples. On parle alors de placements privés.

Cette notion d'investisseur averti existe déjà en droit positif français. Elle a en effet été dégagée par la jurisprudence récente (laquelle utilise indifféremment des termes variés : opérateur averti, opérateur avisé, client averti...) dans des affaires de responsabilité des intermédiaires financiers.

Elle a également été utilisée dans la réglementation par le Conseil des bourses de valeurs (CBV) et surtout par la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996.

L'intérêt de préciser cette notion d'investisseur averti, qu'elle soit jurisprudentielle, réglementaire ou dans le cadre de la réflexion sur l'APE, reste le même : il s'agit, lorsque l'investisseur est averti, d'assouplir les obligations d'information – et donc le risque de responsabilité – de l'émetteur ou de l'intermédiaire. En d'autres termes, il convient d'établir un équilibre entre protection de l'épargne publique d'une part, et nécessité de faciliter les opérations financières lorsque celles-ci interviennent entre professionnels d'autre part.

* Cet article a été rédigé avec l'aimable collaboration de Fabrice Marchisio, avocat à la cour, Gide Loyrette Nouel.

I Une notion à géométrie variable appréciée in concreto par les tribunaux

• **Dans quel cas de figure la jurisprudence a-t-elle été amenée à s'interroger sur cette notion ?** La plupart du temps, il s'agira d'une action engagée contre un intermédiaire financier (établissement de crédit, société de bourse...) par un client ayant subi une perte financière due, selon lui, au manquement par ledit intermédiaire à son devoir d'information. En d'autres termes, le client prétend généralement que, ne disposant pas de connaissance ni de compétence en matière financière, l'intermédiaire se devait de l'informer, en particulier sur le risque inhérent à l'investissement en question, et que s'il avait été en mesure de mieux apprécier ce risque, il n'aurait pas réalisé ledit investissement. Lors du premier arrêt de principe de la Cour de cassation sur ce sujet, les magistrats ont estimé qu'une banque a, vis-à-vis de son client, «le devoir de l'informer des risques encourus dans les opérations spéculatives sur les marchés à terme» (1).

• **Sur quel fondement l'action en responsabilité est-elle engagée ?** L'action en responsabilité contractuelle intervient sur le fondement de l'article 1147 du code civil. La faute est constituée par le manquement de l'intermédiaire financier à son devoir d'information, voire de conseil, notions que les tribunaux tendent d'ailleurs à utiliser indifféremment. La jurisprudence estime donc qu'il s'agit d'une responsabilité contractuelle classique, née de la faute commise dans l'exécution des obligations résultant du contrat passé avec l'établissement financier mis en cause.

• **Quel est l'enjeu de cette définition d'investisseur averti ?** L'enjeu de la définition consiste à délimiter le contenu et l'étendue du devoir d'information des intermédiaires professionnels en fonction de la «qualité» du client afin de faire la part entre :

- les propres erreurs d'analyse et d'appréciation du client,
- l'aléa inhérent à tout marché financier,
- le manque d'information du client par l'intermédiaire financier en particulier sur les risques liés à l'investissement en cause.

1. *L'analyse in concreto et multicritères effectuée par la jurisprudence*

L'analyse de la jurisprudence de ces dernières années révèle qu'il n'y a pas de définition précise de l'investisseur averti. Les juges se livrent à une analyse in concreto, au cas par cas, en fonction de plusieurs critères qui doivent leur permettre d'apprécier la qualité de l'investisseur.

Quels sont ces critères ?

A - La compétence professionnelle.

La jurisprudence a déduit la qualité d'opérateur averti des seules compétences et responsabilités professionnelles du client. Ont été ainsi considérés comme investisseurs avertis :

- un gérant de société dont l'objet est de prendre des participations dans des sociétés cotées (2) ;
- une personne employée depuis plus de 40 ans chez un agent de change (3) ;
- une personne ayant, de par sa profession, un accès régulier à la Bourse (4).

A l'inverse, n'a pas été considéré comme un investisseur averti un coiffeur n'ayant aucune formation en matière boursière (5) ou un client d'une société de bourse exerçant la profession d'actuaire dans une compagnie d'assurance (6).

B - La nature des opérations réalisées et la connaissance des instruments et marchés financiers.

Dans le premier arrêt de principe rendu en 1991, le litige entre l'investisseur et l'intermédiaire financier avait pris naissance lors d'opérations à terme avec report. La chambre commerciale de la Cour de cassation avait alors jugé qu'une banque a vis-à-vis de son client, «le devoir de l'informer des risques encourus dans les opérations spéculatives sur les marchés à terme, hors le cas où il en a connaissance» (7). Dans un arrêt du 23 février 1993 rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation (8), les juges ont notamment estimé que le fait que le client ait connaissance des risques inhérents aux opérations traitées sur le règlement mensuel n'implique pas qu'il soit averti au regard des opérations particulières que sont les stellages.

L'attendu de principe formulé par l'arrêt de la Cour de cassation du 5 novembre 1991 a été confirmé à plusieurs reprises par la chambre commerciale dans des décisions plus récentes. Ainsi, dans un arrêt du 2 novembre 1994 (9), la Cour de cassation a qualifié de client averti le client d'une banque qui avait une très bonne connaissance des techniques boursières et, en particulier, qui utilisait les techniques du terme et du comptant depuis plusieurs années.

L'arrêt précité de la chambre commerciale de la Cour de cassation de 1993, confirmé notamment par un arrêt de la même chambre du 18 février 1997 (10), a pris en compte la nature des opérations de bourse effectuées par l'investisseur et la façon dont il gère son portefeuille.

Dans cet arrêt du 18 février 1997, le seul fait pour le client de «jouer sur des bons de souscription d'actions, qui sont des produits déjà réservés à des amateurs éclairés» a été considéré comme suffisant pour le qualifier d'opérateur averti.

L'examen de la jurisprudence met cependant en évidence qu'aucun de ces critères n'est à lui seul véritablement suffisant pour déterminer si un investisseur est, ou non, averti et que l'approche des tribunaux relève le plus souvent d'une analyse multicritères.

2. *Les autres questions liées à la qualification d'investisseur averti*

A - Cette notion s'applique-t-elle à tous les produits et à tous les marchés ?

En théorie, oui. Toutefois, l'analyse de la jurisprudence montre que la question se pose essentiellement dans le cadre d'opérations portant sur des produits complexes et/ou sur des marchés techniques, en d'autres termes, pour des produits ou sur des marchés qui présentent de réels risques de pertes financières, notamment en cas de méconnaissance desdits produits ou marchés (marchés à terme ou conditionnels, reports et autres opérations à découvert, réalisation de stellages...).

B - L'obligation d'information dépend-elle de la nature des relations contractuelles entre l'intermédiaire financier et le client ?

Non. Même si le client passe lui-même les ordres de bourse et que l'intermédiaire financier n'est que simple teneur de compte, ce dernier est néanmoins tenu d'informer son client des risques encourus (11).

C - A quel moment cette information doit-elle être donnée au client ?

Selon l'arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 2 novembre 1994 (12), l'intermédiaire financier doit informer son client dès l'origine de leurs relations contractuelles et quelle que soit la nature de ces relations, des risques encourus dans les opérations spéculatives sur les marchés à terme, hors le cas où il en a connaissance. Selon cet arrêt, cette obligation d'information ne saurait être remplie par la simple transmission des avis d'opéré, des comptes de liquidation et des relevés mensuels.

Cette solution est conforme à la réglementation applicable aux intermédiaires financiers qui précise : «Lorsqu'un établissement teneur de compte de titres accepte qu'un de ses clients intervienne sur des marchés de contrats à terme négociables et de produits financiers, il doit préalablement lui remettre le document d'information et les fiches techniques fixés par la réglementation relative au marché correspondant.» (règlement n° 93-03 du CRBF du 19 mars 1993 modifié par le règlement n° 3-10 du 21 décembre 1993 relatif aux conventions de comptes de titres entre les établissements de crédit et leurs clients).

Cette solution est également conforme aux règlements Cob n° 90-09 relatif à l'établissement et à la diffusion d'une note d'information concernant le marché à terme et n° 92-01 relatif à l'établissement et à la diffusion d'une note d'information concernant le marché des options négociables.

D - Sur qui pèse la charge de la preuve ?

En théorie, selon les règles du code de procédure civile, la charge de la preuve incombe au demandeur. Toutefois, en pratique, la jurisprudence semble renverser la charge de la preuve puisque, la plupart du temps, il appartient à l'intermédiaire financier de prouver qu'il a correctement rempli son

devoir d'information, et, en particulier, qu'il a bien remis à son client l'ensemble des documents et informations auxquels celui-ci avait droit.

Dans un arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 26 novembre 1996 (13), le client demandeur reprochait à la cour d'appel d'avoir inversé la charge de la preuve de l'obligation d'information à laquelle l'intermédiaire est tenu envers son client. En effet, selon celui-ci, il appartiendrait à l'intermédiaire de prouver qu'il s'est acquitté de son obligation d'information des risques encourus dans les opérations sur les marchés à terme. La Cour de cassation a toutefois considéré que *«l'intéressé était informé de la situation de son compte, et qu'il avait poursuivi ses ordres eu égard aux soldes réels de ses comptes ; que la cour d'appel n'a dès lors pas inversé la charge de la preuve, mais apprécié la portée des divers éléments de fait discutés devant elle»*.

E - Quel est le préjudice qui ouvre droit à réparation ?

Le préjudice subi par le client profane qui n'a pas reçu l'information que l'intermédiaire financier était censé lui donner sera le plus souvent lié à la perte financière subie. Toutefois, l'arrêt de la Cour de cassation du 13 juin 1995 (14) a retenu comme préjudice la perte d'une chance. Selon la Cour de cassation, le non-respect de l'obligation d'information par l'intermédiaire financier a abouti, dans ce cas d'espèce, à *«priver son client d'une chance d'échapper, par une décision peut-être plus judicieuse, au risque qui s'est finalement réalisé, perte qui constitue un préjudice distinct de celui qui résulte des opérations qu'elle a effectivement réalisées ou fait réaliser»*. Loin de se cantonner maintenant au domaine jurisprudentiel, la notion d'investisseur averti commence à être prise en compte au niveau législatif et réglementaire.

II La prise en compte au niveau législatif et réglementaire de la notion d'investisseur averti

La notion d'investisseur averti apparaît de plus en plus fréquemment dans certains textes. Trois exemples permettent d'en mesurer la portée.

1. La décision générale du CBV n° 96-03 relative aux mentions devant figurer dans la convention conclue entre une société de bourse et un client professionnel

Cette décision générale, qui est toujours en vigueur, traite des mentions minimales devant figurer dans les conventions d'ouverture de compte des clients professionnels. Elle assouplit les dispositions de la décision générale du CBV n° 89-18 qui concerne les mentions minimales devant figurer dans toute convention d'ouverture de compte. Cette dérogation à la décision générale n° 89-18 ne s'applique que dès lors que le client est *susceptible d'être qualifié de client professionnel* (et dès lors qu'il n'y a pas de conservation de titres). Néanmoins, il n'existe pas, dans cette décision générale, de définition des clients susceptibles d'être qualifiés de clients professionnels.

2. La référence aux «compétences professionnelles» des articles 32 et 58 de la loi du 2 juillet 1996

Aux termes des articles 32 et 58, les règles de bonne conduite concernant les prestataires de services d'investissement, les entreprises de marché et les chambres de compensation doivent tenir compte de la compétence professionnelle de la personne à laquelle le service d'investissement est rendu (l'article 58 précise qu'il s'agit de la compétence professionnelle «en matière de services d'investissement»).

3. Le «statut» de l'investisseur évoqué par l'article 45 de la loi du 2 juillet 1996

L'article 45 permet à certaines catégories d'investisseurs d'effectuer des transactions portant sur des instruments financiers sur des marchés de gré à gré, par définition moins protecteurs que les marchés réglementés. Or, cette autorisation est accordée en fonction de certains critères tenant compte notamment du «statut» de l'investisseur. Même si le Conseil des marchés financiers n'a encore rien publié à ce sujet, on retrouve ici aussi le souci de distinguer les investisseurs profanes, qui méritent une protection rigoureuse, des investisseurs plus avertis dont la compétence et la connaissance du risque ne nécessitent pas une telle protection.

III La notion d'investisseur averti : base d'une future définition du placement privé ?

Le concept d'investisseur averti est, nous l'avons vu ci-dessus, au centre d'une réflexion active menée actuellement par les autorités et les professionnels, dont l'objet est de définir de façon plus claire et plus restrictive l'APE, et d'introduire parallèlement une définition du placement privé.

Il est effectivement temps d'introduire en droit français cette notion de placement privé de valeurs mobilières, destinée à des investisseurs avertis, et impliquant par conséquent une procédure et des obligations d'information plus souples que celles de l'APE.

Différents pays l'ont déjà fait : l'Angleterre, l'Allemagne, les États-Unis.

Aux États-Unis en particulier, le placement privé se définit par référence à la qualité de l'investisseur approché. Les investisseurs dits «avertis» peuvent alors prendre la forme de :

- *«Qualified Institutional investors»* (Rule 144 A). Aucun visa SEC n'est alors requis de la part de l'émetteur et ce type d'investisseurs a la possibilité de revendre librement les valeurs mobilières ainsi acquises (*«restricted securities»*) à d'autres acheteurs institutionnels «avertis» (*Qualified Institutional Buyers*) ;
- *«Accredited investors»* (Regulation D) : ce cercle d'investisseurs, plus large que le précédent, peut comprendre des *«high networth individuals»* (patrimoine supérieur à 1 million de dollars ou revenus annuels supérieurs à 200 000

dollars). La revente de ces titres est réglementée.

Où en est la réflexion en France sur cette notion d'investisseur averti, et quelles en sont les conséquences juridiques ?

1. La notion d'investisseur averti, clé de la définition du placement privé ?

- Dès 1985, la Cob a donné des indications sur ce qu'elle considérait comme un placement privé : les clients approchés devaient être des investisseurs institutionnels agissant pour compte propre, et être moins de 300 (15). Cette position de la Cob n'offre toutefois pas toute la sécurité juridique nécessaire. Il devenait donc urgent que la Cob s'attache à définir plus précisément la notion de placement privé.

En juin 1996, la Cob a lancé une consultation de place sur la refonte de la définition de l'APE. A l'instar de la directive européenne du 17 avril 1989, la Commission proposait une modification de l'article 72 de la loi du 24 juillet 1966, et en parallèle une définition du placement privé comme étant «une offre par émission ou par cession de valeurs mobilières, limitée à un public restreint, à l'exclusion de tout procédé de publicité». La notion de placement privé était alors envisagée sous un angle plutôt quantitatif (le critère de «public restreint», tel que formulé, ne relève en rien d'une approche qualitative).

- Tenant compte toutefois des observations faites par les principales organisations professionnelles concernées, la Cob s'oriente maintenant vers une définition du placement privé basée sur un critère plus qualitatif, en raison du recours à la notion d'investisseur professionnel ou averti.

2. Qui sont les investisseurs professionnels ou avertis ?

A - Selon la Cob (16), il s'agit de la population suivante :

- les investisseurs professionnels (prestataires de services d'investissement, établissements de crédit), sans limitation de nombre, agissant pour compte propre ;
- un nombre limité d'investisseurs avertis agissant également pour compte propre :
 - 50 personnes morales au plus, ayant un portefeuille de titres supérieur à 100 millions de francs,
 - 30 personnes physiques au plus, titulaires d'un portefeuille de titres supérieur à 50 millions de francs.

Cette définition exclut donc les sociétés de gestion d'actifs pour compte de tiers et les gestionnaires de portefeuille, car on ne saurait devenir averti par mandat interposé. Par contre, la Cob souhaiterait également «*permettre aux Opvcm réservés aux investisseurs professionnels ou avertis de participer aux opérations de placement privé*».

B - Dans ses observations, le CNPF propose d'inclure également dans la population des investisseurs avertis les sociétés cotées sur un marché réglementé et les personnes physiques disposant d'un portefeuille de plus de 50 millions de francs, sans limitation de nombre, ainsi que les fonds de pension. Il s'agit, selon l'organisation patronale, de «*personnes agissant pour leur propre compte ou pour le compte d'autrui mais constituant une population de professionnels ou de non professionnels suffisamment avertis pour être susceptibles de procéder aux consultations nécessaires avant de s'engager*».

C - Le comité juridique de l'Association nationale des sociétés par actions (Ansa), s'il approuve la démarche de la Cob en matière de placement privé, semble toutefois donner une définition plus souple de l'investisseur averti.

La notion d'investisseur averti pourrait recouvrir (17) :

- d'une part, des professionnels agréés : établissements de crédit agissant pour leur propre compte, caisses de retraites, compagnies d'assurance, et, d'une façon générale, des prestataires de services d'investissement ;
- d'autre part, des personnes déposant une déclaration – auprès d'un intermédiaire – selon laquelle elles relèvent de la catégorie des «investisseurs avertis» en raison notamment de la fréquence de leurs activités sur les marchés boursiers, et si elles justifient de la détention d'un portefeuille d'un montant minimal, qui pourrait varier selon qu'il s'agit de personnes morales ou de personnes physiques.
- L'Ansa introduit donc l'idée d'une démarche positive de la part des investisseurs pour se voir qualifiés d'«avertis». On peut néanmoins s'interroger sur l'intérêt juridique d'une telle démarche pour l'investisseur.

3. Quelles seraient les principales implications juridiques de la notion de placement privé ?

A - L'adaptation de l'information financière.

La Cob s'est dite favorable à ce que des allègements de procédure interviennent lorsque sont impliqués des investisseurs avertis. Pour expliquer ce choix, la Cob ajoute que, si la protection de l'épargne exige une implication et une surveillance particulières de sa part, son intervention paraît moins nécessaire lorsque le gestionnaire est en relation avec «un client avisé, pleinement conscient des particularités et des risques des produits qui lui sont proposés» (18).

a) Pour ce qui concerne les formalités de prospectus et de visa, on pourrait, en cas de placement privé, comme le propose la Cob dans sa consultation de juillet 1996, opérer les distinctions suivantes.

Pour les émissions de titres :

- S'agissant de titres cotés en France, l'opération resterait soumise à l'établissement d'un prospectus assorti d'un visa imposé par l'article 7 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, et le règlement n° 91-02, au titre de l'admission des titres à la cotation.
- S'agissant de titres non cotés, le placement privé serait dispensé des formalités imposées par le règlement n° 92-02 (prospectus simplifié et visa).

Pour les cessions de titres :

- S'agissant de titres cotés en France, la note d'information assortie du visa résultant du règlement n° 89-03 ne serait plus exigée.
- S'agissant de titres non cotés en France, la formalité du dépôt de prospectus simplifié prévue par le règlement n° 92-02 (art. 5) serait supprimée.

b) Pour ce qui concerne le contenu de l'information destinée aux investisseurs avertis, celui-ci devrait être adapté et en tout état de cause «confidentiel», c'est-à-dire réservé à ces investisseurs. Or, à notre connaissance, aucune autorité réglementaire n'a encore fait état de ce qui pourrait être la

teneur de cette information financière spécifique. L'Ansa semble porter une attention particulière à ce sujet en raison de son importance pour les petites et moyennes entreprises, qui éprouvent une grande difficulté à franchir le pas de l'ouverture de leur information pour rechercher de nouveaux financements en fonds propres.

B - Le régime de la revente ultérieure des titres.

Le placement privé une fois défini, se pose néanmoins le problème d'un marché secondaire des titres qui auront ainsi été acquis. Il convient en effet d'éviter que l'introduction en droit français d'un mécanisme de placement privé ne revienne, si les titres ainsi acquis pouvaient être recédés dans le public immédiatement et sans précaution, à détourner les règles d'information liées à la notion d'appel public à l'épargne.

L'idée initiale de la Cob était de fixer un délai minimum de détention des titres de deux ans, ce qui paraissait trop contraignant.

- (1) Cass. com. 5 novembre 1991 : *Bull. Joly Bourse*, 1993, p. 292, note F. Peltier.
- (2) Versailles, 30 juin 1996 : *Bull. Joly Bourse*, 1996, p. 622 § 97, note F. Peltier.
- (3) Paris, 1^{er} juillet 1993 : *Gestion de patrimoine*, novembre 1993, n° 9, p. 10.
- (4) Versailles, 13 octobre 1992 : *Banque & Droit* n° 30, chron. F. Peltier, p. 21.
- (5) Cass. com. 3 janvier 1996, Baldino c/Banque populaire.
- (6) Paris, 27 mai 1991 : *Bull. Joly Bourse* 1991, p. 854 § 307.
- (7) Cass. com. 5 novembre 1991 précité.
- (8) Cass. com., 23 février 1993 : *Banque & Droit*, 1993, p. 296, note F. Peltier.
- (9) Cass. com., 2 novembre 1994 : *RJDA* 1195/I, p. 27, note M.-C. Piniot.

En réalité, un délai de conservation paraît peu justifié si les titres sont cotés sur un marché réglementé. On pourrait donc, selon la Cob, opérer la distinction suivante :

- les titres admis sur un marché réglementé et acquis dans le cadre d'un placement privé pourraient être immédiatement cédés sur le marché ;
- les investisseurs ayant acquis des titres non admis sur un marché réglementé seraient contraints de les conserver pendant un délai fixe (six mois ou un an), avant de les céder à d'autres investisseurs.

Il pourrait également être envisagé, comme la Rule 144 A aux États-Unis, de prendre en compte la qualité des acquéreurs secondaires. Ainsi, la cession de titres acquis dans le cadre d'un placement privé serait libre à tout moment au profit d'investisseurs de même catégorie, c'est-à-dire professionnels ou avertis. ■

- (10) Cass. com. 18 février 1997, *Bull. Joly Bourse* 1997, p. 369, note H. de Vauplane.
- (11) Voir par exemple Cass. com. 5 novembre 1991 précité pour ce qui concerne des opérations sur les marchés à terme et qui rappelle que l'obligation d'information existe quelles que soient les relations contractuelles entre l'intermédiaire et son client.
- (12) Cass. com. 2 novembre 1994 précité.
- (13) Cass. com., 26 novembre 1996 : *Bull. Joly Bourse*, mars-avril 1997, p. 205, note H. de Vauplane.
- (14) Cass. com. 13 juin 1995 : *Bull. Joly Bourse*, 1995, p. 392 § 66, et p. 508 § 87 bis, note H. de Vauplane.
- (15) *Rapport annuel de la Cob* (1985).
- (16) *Rapport annuel de la Cob* (1996), p. 25.
- (17) ANSA n° 408, Comité juridique du 5 février 1997.
- (18) *Rapport annuel de la Cob* (1996), p. 34.

MAGISTÈRE JURISTE D'AFFAIRES – DJCE
UNIVERSITÉ PARIS II – PANTHÉON-ASSAS

10^e anniversaire
Conférence

JEUDI 5 MARS 1998

Les conséquences juridiques du passage à l'euro pour les entreprises

INTERVENANTS :

Francis J. Crédot, directeur des affaires juridiques et fiscales, Chambre syndicale des Banques populaires
Jacques Creyssel, directeur général du CNPF, co-auteur du rapport «Simon-Creyssel»
Nicolas David, directeur des services juridiques, Groupe Elf Aquitaine
Michel Germain, directeur du magistère et professeur à l'Université Paris II Assas
Jean Loyrette, avocat, Cabinet Gide Loyrette & Nouel

16 H 45 AU CENTRE VAUGIRARD

UNIVERSITÉ PARIS II, 391 RUE DE VAUGIRARD, 75015 PARIS • INVITATION AU 01 44 41 57 89, FAX : 01 43 25 20 72